وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الحاج لخضر -باتنة-
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات
دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس.

مذكـــــــــــرة

مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
فرع: اقتصاد التنمية

إعداد الطالب: إشراف:

سامي مباركي **أ.د. صالح عمر فلاحي**

أعضاء لجنة المناقشة:

د. محفـوظ جبـــار	**أستـاذ محاضر جامعة سطيف**	**رئيسًا**
أ.د. صالح فلاحـــي	**أستاذ التعليم العالي جامعة باتنة**	**مقررًا ومشرفًا**
أ.د. عبد الوهـاب شمام	**أستاذ التعليم العالي جامعة قسنطينة**	**عضوًا**
د. أحمـد بـوراس	**أستـاذ محاضر جامعة قسنطينة**	**عضوًا**

السنة الجامعية 2003-2004

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الحاج لخضر –باتنة-
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات
دراسة مقارنة: الجزائر، المغرب وتونس.

مذكـــــــــــــرة

مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية
فرع: اقتصاد التنمية

إعداد الطالب: إشراف:

سامي مباركي **أ.د. صالح عمر فلاحي**

أعضاء لجنة المناقشة:

د. محفـوظ جبـــــار	**أستـــاذ محاضر**	**جامعة سطيف**	**رئيسًا**
أ.د. صالح فلاحـــــي	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة باتنة**	**مقررًا ومشرًفا**
أ.د. عبد الوهاب شمـام	**أستاذ التعليم العالي**	**جامعة قسنطينة**	**عضوًا**
د. أحمـــد بـــوراس	**أستـــاذ محاضر**	**جامعة قسنطينة**	**عضوًا**

السنة الجامعية 2003-2004

إهداء

إلى الذي وهبني كل ما يملك حتى أحققه له آماله،

إلى الإنسان الذي امتلك الإنسانية بكل قوة مترجمة في

تقديسه للعلم:

والدي العزيز على قلبي.

إلى التي وهبت فلذة كبدها كل العطاء والحنان إلى التي

صبرت على كل شيء:

أمي أعز ملاك على القلب والعين.

شكر و عرفان

أحمد و أشكر الله الذي منحنا نعمة العلم و البصيرة .

أتقدم بالشكر والتقدير إلى أستاذي الفاضل: الأستاذ الدكتور صالح عمر فلاحي، الذي لن تكفي حروف هذه المذكرة لإيفائه حقه بصبره الكبير علي، ولتوجيهاته العلمية التي لا تقدر بثمن .

كما أتقدم بالشكر إلى زوجتي الغالية التي كانت السند الملهم في إنجاز هذا العمل .

محتويات المذكرة

فهرس الأشكال

فهرس الجداول

المقدمة

المقدمة

تستقطب العملية التنموية اهتمام العديد من الاقتصاديين، وتشكل الاستثمارات الركيـزة الأساسية للبلوغ إلى التنمية المنشودة في شقيها الاقتصادي والاجتمـاعي. غيـر أن المشـكل الأساسي الذي يعترض هذه المسيرة التنموية هو كيفية تمويل مشاريعها.

شهد القرن التاسع عشر حركة واسعة لرؤوس الأموال بين الدول، فتمكنت بلدان عديدة في العالم الجديد (القارة الأمريكية، وأستراليا) من الانطلاق في عمليات التصنيع بفضل إنشاء الهياكل القاعدية الضرورية. في نفس الفترة، تلقت المستعمرات المختلفة بعضًـا مـن رؤوس الأموال الأجنبية لتلبية حاجيات الأسواق الرأسمالية في الدول المتقدمة.

وقد نجم عن كثافة تدفقات رؤوس الأموال تلك حدوث أزمة مالية خانقة ما بين الحربين العالمية الأولى والثانية، وأفضت إلى تغيير هيكل القطاع المالي الدولي، وأوصل إلى هيمنـة الولايات المتحدة الأمريكية على المصادر المالية على النطاق الدولي، فضلاً عن بروز هيئات مالية دولية تتولى مراقبة تلك التدفقات.

وبالنسبة للدول النامية، بعدما نالت استقلالها، قامت بوضع برامج للتنمية لمحـو آثـار التخلف الذي ورثته عن الحقب الاستعمارية. غير أن ضخامة المهمة وعمق الأزمـة تطلـب أموالاً ليس في مقدور الدول النامية توفيرها بإمكانياتها المحدودة. يحدث هذا في ظل الضغوط المتزايدة على الحكومات على المستويين المحلي والدولي. فعلى المسـتوى المحلـي، تواجـه الدول النامية تزايد حدة البطالة الناجمة أساسًا عن النمو الديموغرافي السريع مقابـل ركـود معدل النمو الاقتصادي على عموم تلك الدول، يضاف إلى ذلك ضعف الادخار المحلي وسوء تسيير المشاريع الاقتصادية وما إلى ذلك من المظاهر السلبية التي تشـتهر بهـا. أمـا علـى المستوى الدولي، أصبح لزامًا على الدول النامية مواكبة التغيرات العالمية من حيـث تزايـد وتيرة الاندماج العالمي وتجسيد ظاهرة العولمة بكيفية غير مسبوقة في تاريخ البشرية.

ونتيجة لهذه المعوقات، سيما في الجانب التمويلي الذي يعتبر القلب النابض لأي اقتصاد، فقد أصبح حصول الدول النامية في الوقت الراهن على الأموال من الصعوبة بمكـان، نظـرًا لقصور اقتصادياتها عن توفير هذه الأموال لاعتماد غالبيتهـا علـى تصـدير المحاصيـل الزراعية و/أو المواد الخام، والتي تخضع أسعارها ومعدلات تصريفها في الأسواق العالميـة لتحكم الدول المتقدمة.

وهكذا أصبح تطوير القطاع المالي ضرورة لا مناص منها، وقد أسهمت عملية الانتقال من اقتصاد الاستدانة Economie d'Endettement إلى الاقتصاد التمويلي Economie de Financement بشكل كبير في مراجعة هيكل القطاع المالي، حيث غيرت أزمة المديونية في سنة 1982 مجرى مصادر التمويل.

ونتيجة لهذا التغيير، برزت في نهاية القرن العشرين أهمية الأسواق المالية كمؤشر فعال في دعم النمو الاقتصادي، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال تعبئة المدخرات وتخصيصها لتنشيط الاستثمارات المنتجة، وأنشئت الأسواق المالية في العديد من الدول النامية لمواكبة التغيرات التي مست المالية الدولية.

وتعتبر الدول المغاربية (الجزائر، المغرب وتونس) من الدول النامية التي سعت إلى اعتماد الأسواق المالية كأداة أملتها عليها الظروف الاقتصادية من خلال توجهها إلى تحرير اقتصادياتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة. إلا أن المشكل المطروح بالنسبة لهذه الدول الثلاث هو كيفية جعل تلك الأسواق ذات فعالية في التوظيف الأمثل للاستثمارات.

I – إشكالية الدراسة.

من الملاحظ أن الأسواق المالية تساهم بكيفية فعالة في استقطاب الرساميل محليًا ودوليًا، غير أن الدور الذي تلعبه هذه الأسواق يتفاوت بين الدول. ففي حين تساهم هذه الأسواق في استقطاب الاستثمارات في الدول المتقدمة فإن دورها لا يزال يواجه عقبات كثيرة في الدول النامية ومنها الدول المغربية الثلاثة الجزائر، المغرب وتونس التي هي محل هذه الدراسة. ولتشريح هذه الإشكالية سيتم طرح عدد من الأسئلة سيحاول الباحث الإجابة عليها، تتمثل في:

- ما مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر؟ وما هي قدرتها على استقطاب الاستثمارات المحلية والأجنبية؟
- ما هي الآليات المعتمدة في تفعيل الأسواق المالية لتؤدي الدور المنوط بها؟ وكيف يمكن تحديد فعالية تلك الأسواق في تنشيط الاستثمارات؟
- ما هي المعوقات التي تحول دون تطوير الأسواق المالية للدول المغاربية الثلاثة (الجزائر، المغرب وتونس) ؟ وكيف يمكن تجاوز هذه المعوقات؟
- هل تعتبر الأسواق المالية من بين الأدوات الهامة لحل الأزمة التمويلية في البلدان الثلاث المشار إليها آنفًا؟

وانطلاقًا من هذه الأسئلة تم وضع فرضيات البحث على النحو الآتي:

- إن تحديد مستوى نمو الأسواق المالية يسمح بقياس فعاليتها في تطوير الاستثمارات الحقيقية ومن ثم تأثيرها على معدلات النمو الاقتصادي.
- تتوقف الاستثمارات في القيم المنقولة على قدرة المحلل والمستثمر على تحديد القيم الحقيقية للورقة المالية، انطلاقًا من المعلومات والبيانات المتاحة والتوقعات المستقبلية.
- إن تنشيط الأسواق المالية من شأنه أن يساهم في توفير السيولة النقدية الضرورية للاستثمار.

II – أهداف الدراسة.

تكمن أهمية هذه الدراسة في حداثة الاهتمام بموضوع الأسواق المالية في العديد من الدول النامية ومنها الدول العربية. ويعود تأخر الاهتمام بالبورصات في تلك الدول كونها تعتبر ثمرة لتطور النظام الرأسمالي، مما جعل العديد من الدول العربية تتحفظ على إنشاء مثل هذه الأسواق إما لأنها لم تستوفي الشروط اللازمة لإنشائها و/أو لأن اقتصاديات بعضها كانت موجهة. ومع التحول الذي شهده العالم في العقد الأخير من القرن العشرين، أصبح التفكير في إنشاء هذه الأسواق وضع الآليات لتحقيق الاندماج في الاقتصاد العالمي. لذلك كانت أهداف هذه الدراسة تتمثل في النقاط الآتية:

- تطوير البورصات العربية من منطلق الدور المحوري الذي أصبحت تلعبه هذه الأسواق في تعبئة المدخرات المحلية والخارجية وتوجيهها نحو القطاعات الاقتصادية الأكثر كفاءة.
- فهم آلية عمل الأسواق المالية وتحديد دورها في التنمية الاقتصادية.
- توضيح مكانة ودور الأسواق المالية لاقتصاديات الدول المغاربية: الجزائر، المغرب وتونس.
- الوقوف على النقائص التي جعلت الأسواق المالية في دول المغرب العربي لم تتبوأ المكانة اللائقة بها.
- المساهمة في إثراء المكتبة الجزائرية بهذا العمل المتواضع.

III – أسباب اختيار الموضوع.

ينبع اختيار الباحث لهذا الموضوع للأسباب الآتية:

- ركود الاستثمار في الأوراق المالية لدى العديد من الدول العربية، ونقص ثقافة الادخار لدى الفرد العربي والدول المغاربية الثلاثة على وجه التحديد.
- تواضع أسواق المال العربية يستدعي تقديم دراسة تساعد المستثمر على أخذ فكرة عن البورصات العربية وإمكانية الاستثمار فيها.
- إن إثارة مثل هذا الموضوع سيدفع الباحثين الآخرين لمزيد من الدراسة.
- يعد موضوع الأسواق المالية من المواضيع التي تهم اقتصاد التنمية وهو مجال تخصص الباحث.

وبالإضافة للأسباب الموضوعية السابقة، يمكن إدراج سبب ذاتي وهو شغف الباحث للغوص في هذا النوع من المواضيع وسبر أغواره قدر الإمكان.

V– المنهجية المتبعة.

نظرًا لطبيعة الموضوع، فقد تم الاعتماد على مناهج البحث المستعملة في الدراسات الاقتصادية. حيث تم اللجوء إلى المنهج الوصفي التحليلي في الفصول الثلاث الأولى، بينما تمت الاستعانة في الفصل الرابع بأسلوب دراسة مقارنة كأداة من أدوات المنهجية وظفت لمقارنة عينة من ثلاث بورصات هي: بورصة الجزائر، بورصة المغرب وبورصة تونس.

وللوصول للهدف من الدراسة تم الاعتماد على المراجع المتاحة سواء كانت باللغة العربية أو باللغات الأجنبية، فضلاً عن المعلومات المتوفرة حول الموضوع في المواقع المتخصصة عبر شبكة الانترنيت. وما يمكن ملاحظته هنا هو ندرة المراجع باللغة العربية خاصة فيما يتعلق ببورصة الجزائر، ويعزى هذا التقصير لحداثة بورصة الجزائر مقارنة بمثيلاتها في الدول العربية الأخرى كمصر، الأردن، تونس والمغرب والتي تنشر بشكل دوري عبر مواقع متخصصة جميع المعلومات والتقارير حول أسواقها المالية.

VI– هيكل البحث.

للإجابة على التساؤلات الواردة في الإشكالية، تم تقسيم هذا العمل إلى أربعة فصول:

تناول الفصل الأول تحديد مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر من خلال دراسة تقسيمات أسواق رأس المال والوظائف التي تؤديها الأسواق المالية في الاقتصاد، ليتم بعد ذلك عرض لمؤشرات تطور البورصات والتي يتم الاستعانة بها لإجراء المقارنات

بيـن الدول، ليخلص الفصـل الأول إلى تحديد العلاقـة بين تطور البورصـات ومعـدلات النمو الاقتصادي.

وفي الفصل الثاني تم التركيز على المفاهيم العامة المرتبطة ببورصة الأوراق الماليـة، من خلال عرض تنظيم البورصة وتحديد الأوراق المالية المتداولة في البورصة مـع إبـراز مكانة البعض منها في البورصات العالمية المختلفة. وقد خصصت نهاية الفصل الثاني لآليات عمل البورصات من حيث طرق التسعير وطرق التداول والإدراج.

أما الفصل الثالث فقد اهتم بكفاءة الأسواق المالية وطرق التحليل في البورصات، حيـث تم عرض مفاهيم كفاءة السوق المختلفة، والتحليل الأساسي وما يتضمنه من عناصر مرتبطـة به. ليتم بعد ذلك التطرق إلى التحليل المالي من خلال تتبع طرق تقييم الأسـهم مـن خـلال أوضاع الشركة الداخلية وإعطاء فكرة للمستثمر حول القرارات الممكن اتخاذها فـي عمليـة الاستثمار. أما الجزء الأخير من هذا الفصل فخصص للتحليل الفني وهـي الطريقـة الأكثـر انتشارًا والأكثر استيعابًا من قبل المستثمرين لتواجد هذه الطريقة في مختلف وسائل الإعـلام فتم التركيز على مؤشرات أداء البورصات وطرق عرض معلومات السوق المالي.

واهتم الفصل الرابع والأخير بدراسة هيكل وتنظيم الأسواق المالية في الدول المغاربيـة الثلاث من خلال إبراز أهم القوانين والتشريعات التي سنت لإنشـاء البورصـة الجزائريـة، ولتفعيل نشاط بورصتي المغرب وتونس. وتم الانتقال إلى تحليل واقع الأسواق الماليـة لتلـك الدول من خلال التعرض لنشاط الأسواق الأولية والأسواق الثانوية وما حققته من أداء نهايـة القرن العشرين وبداية الألفية الثالثة. أما الجزء الأخير من هذا الفصل فقد تضمن آفـاق تلـك البورصات مع وضع توصيات واقتراحات والتي من شأنها أن تساهم في جعل الأسواق المالية في الجزائر والمغرب وتونس أكثر نشاطًا مقارنة بما هي عليه الآن.

وا ولي التوفيق

الفصل الأول: مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر

تمهيد.

شهد العالم نهاية الألفية الثانية تغيرات جوهرية مست الجوانب السياسية، الاجتماعية، الثقافية والاقتصادية. وبرز من خلالها تسارع وتيرة الاندماج والتكامل الدوليين في جوانبه المتنوعة مجسدة بذلك ظاهرة العولمة في صورتها الحالية. وقد كان للجانب الاقتصادي الأثر البارز في انتشار هذه الظاهرة بفضل التقليل من الحواجز على انتقال السلع والخدمات ورؤوس الأموال عبر الدول، كما بدأت تبرز أدوات مالية جديدة لتسهيل هذا التدفق حيث تسهر على ضمانه مؤسسات مالية قديمة وأخرى مستحدثة. غير أن تلك التحولات وما جادت به من آثار إيجابية لدى العديد من الدول، في مراحل معينة، لم تخلو من نقائص كبيرة تبلورت في الأزمات المالية التي طغت على عقد التسعينيات. مما جعل التفكير ينصب حول الكيفية التي يمكن بها الاستفادة من الميزات المتوقعة وتفادي المساوئ الملازمة لهذا التغيير. وفي ظل هذه التحولات برز دور البورصـة في النظام المالي مما جعل العديد من الدول النامية تسعى إلى خلق هذه السوق، أو دعم البورصات القائمة، لتساير التغيرات العالمية من جهة، ولاستقطاب رؤوس الأموال سواء على المستوى المحلي أو الدولي من جهة أخرى.

يهتم الفصل الأول من هذه المذكرة بالتطرق للدور الذي تقوم به الأسواق المالية في الاقتصاد من خلال التعرض في المبحث الأول لأقسام أسواق رأس المال والوظائف التي تؤديها تلك الأسواق في النظام المالي، فيما خصص المبحث الثاني لمؤشرات تطور الأسواق المالية بصورة عامة، والبورصات بصورة خاصة، ليتم في المبحث الثالث ربط مستوى تطور البورصات وتأثيره على الأداء الاقتصادي.

المبحث الأول: تقسيمات ووظائف أسواق رأس المال.

إن التعريف التقليدي للسوق ينصرف إلى اعتباره المكان الذي يتم فيه الالتقاء بين عارضي وطالبي سلعة محددة، ويؤدي التفاعل بين قوى العرض والطلب إلى تحديد سعر السلعة المتداولة. غير أن عامل المكان في تحديد السوق بدأ يتلاشى مع تطور الاتصالات التي أدت إلى عدم إلزامية حضور المتعاملين في السوق للقيام بعملياتهم وهو ما ينطبق على أسواق رأس المال. يعرض هذا المبحث تقسيمات أسواق رأس المال، علاوة على الوظائف والخدمات التي تقدمها للمتعاملين في السوق المالي.

I. تقسيمات أسواق رأس المال.

يرتبط الاستثمار الحقيقي بالاستثمار المالي، فقيمة الأصول المالية للشركات تعتمد على الأصول الحقيقية لها، حيث يؤدي استخدام الأصول الحقيقية في العملية الإنتاجية إلى توزيع الدخل الناتج عن هذه العملية في شكل أصول مالية.[1] وتوفر أسواق رأس المال عملية انتقال التدفقات بين الأفراد بحيث تتحقق العلاقة بين الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي.

ويمكن اعتبار سوق رأس المال على أنه نظام لتجميع، تحويل وتخصيص الموارد المالية، ويقوم هذا النظام بتجميع رؤوس الأموال من الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض المالية وتوزيعها على الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الموارد المالية.[2] وتنقسم أسواق رأس المال إلى سوق نقدي يتسم بقصر آجال الاستحقاق في العمليات التي يتضمنها، وسوق مالي يهتم عادة بالعمليات طويلة الأجل. إلا أنه من الصعوبة وضع حدود بين السوقين في ظل تحول بعض العمليات القصيرة الأجل إلى عمليات متوسطة أو طويلة الأجل أو العكس.

1. السوق النقدي Money Market.

يعتبر السوق النقدي أقدم أسواق رأس المال، حيث ارتبط بظهور الأوراق النقدية، والسوق النقدي هو سوق للتمويل القصير الأجل يتم فيه تداول الأدوات المالية القصيرة الأجل. وتقوم البنوك المركزية لكل بلد بمهمة تنظيم العمليات المدرجة في السوق النقدي، وتتعامل في هذه السوق البنوك التجارية التي تقوم باستثمار فوائضها وتحصيل احتياجاتها من السوق النقدي اعتماداً على احتياطياتها لدى البنك المركزي.[3] وما يميز السوق النقدي هو أن حدة المخاطرة به أقل من تلك التي تميز الأسواق المالية، فقصر الأجل وسرعة التداول

---

[1] إيهاب الدسوقي، **اقتصاديات كفاءة البورصة**، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2000)، ص.68.

[2] Bernard JACQUILLA, Bruno SOLNIK, **Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques,** Paris : Dunod, 1997, p.5.

[3] مروان عطون، **الأسواق النقدية والمالية. البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال**، الجزء الأول، (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 1986)، ص.16.

فضلاً عن كون الأدوات الاستثمارية صادرة عن الحكومـات جميعها عوامل تعزز من الضمانات الممنوحة للمتعاملين في السوق من حيث انخفاض مخاطـر عدم وفاء المدين بالتزاماته.[1]

2. السوق المالي Financial Market.

يمثل السـوق المالي سوقًا طويلـة الأجل يتم فيها إصدار وتداول الأوراق الماليـة من أسهـم وسندات بالإضافة إلى المنتجات الماليـة المبتكرة، ويتم في السـوق المالي تعبئـة المدخرات من أصحاب الفوائض الماليـة وتحويلهـا إلى استثمارات منتجـة من طرف أصحاب العجز المالـي. ولتحقيق هذه الغاية تقوم الحكومات والمؤسسات العمومية والخاصة بإصدار الأوراق المالية بغرض تغطية العجز الموازني وتمويل المشاريع الضخمة بالنسبة للحكومات، والتوسع في المشاريع القائمة أو القيام باستثمارات جديدة بالنسبة للمؤسسات. وتنقسـم السوق المالي عادة إلى سوق أولي وسوق ثانوي.

أ. السوق الأولي Primary Market.

يتم في السوق الأولي إصدار الأوراق الماليـة لأول مرة، فيتم تحويل المدخـرات إلـى موارد ماليـة طويلة الأجل تستفيد منهـا الحكومات والمؤسسات العموميـة والخاصـة، ومقابـل تحصيل تلك الموارد يتم إصدار أوراق ماليـة يتم طرحها للاكتتاب العـام أو الخـاص، حيث يقتصر الاكتتاب الخاص على أعوان اقتصاديين محددين، بينما يسمح لجمهور المدخرين بدون استثناء اقتناء الإصدارات الجديدة عن طريق الاكتتاب العام. وتضطلع المؤسسات المالية المتخصصة –عادة بنـوك الاستثمار- بمهمة الوساطـة بين مصدري الأوراق الماليـة والمستثمرين فيها.

ب. السوق الثانوي Secondary Market.

يجري في السوق الثانوي تداول الأوراق الماليـة المصدرة سلفاً في السوق الأولـي، وتعمل السوق الثانـوي على تحقيق السيولـة وتنشيط المدخرات. فبالنسبة لعنصر السيولـة، فإن تحقيقهـا يضمن للمستثمر حريـة تداول الأوراق الماليـة بيعـاً أو شراءً وبالتالـي القدرة على الاحتفاظ بالقيـم الماليـة أو التخلـص منهـا في أي وقت، أمـا بالنسبة لعمليـة تنشيـط المدخرات فتضمن استمراريـة السـوق الأولـي بفضـل المعلومـات التي يوفرهـا السـوق الثانـوي

[1] Wanis Fraag ABDEL AAL, "The Role of the Financial Institution In Promoting Capital Flows and Investment", **Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies,** Academic Publication Council-Kuwait University, Vol. XXIV, N°. 94 (1999), pp.180-181.

حول القيـم الماليـة التي تم إصدارهـا في السـوق الأولـي.[1] وتتميز السوق الثانوي بالنشاط مقارنة بالسوق الأولـي. وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة، حيث تضم السوق المنظمة البورصـات التي تخضع لقوانين وتدابير تنظيميـة تشرف على سيرهـا وقبول إدراج الأوراق المالية بها هيئات متخصصـة. أما الأسواق غير المنظمـة فليس لهـا مكـان محدد للتداول وتعرف التعاملات بها بالتعاملات علـى المنضـدة Over the Counter، وتمثل الأوراق الماليـة غير المسجلـة في البورصـة الرسميـة أهم المنتجـات الماليـة المتداولـة بهـا، خاصـة السندات، في حين يتم تداول الأسهـم علـى نطاق ضيق في هذه السوق. ونظراً لعـدم تقيدها بالمكـان، فإن تحديـد أسعـار التعاملات في الأسواق غير المنظمـة يتم وفقاً للمفاوضـات التي تتم بين البائـع والمشتـري، وتتميز هذه الأسواق بشبكـة متطورة من الاتصالات تساهم في التخفيف من أعبـاء التعاملات.

وتتفرع عن الأسواق غير المنظمـة في الولايات المتحـدة الأمريكية السـوق الثالث والسوق الرابع.[2] حيث يتضمن هذين السوقين الصفقـات التي تتم حول القيـم المنقولـة المدرجـة في البورصة لكن عملية التداول تتم خارج السوق الرسمـي. ويتم الاعتماد في السوق الثالث على نظام معلوماتـي للسمسرة Proprietary Trading Systems يعمل وسطاء البورصة على تزويده بالأوامـر، أما السوق الرابع فيتم التفـاوض فيه بين المستثمرين بشكل مباشر، وتسمح هذه السوق بتنفيذ أوامر تتميز بحجم كبير من الأوراق المالية.[3] ويلخـص الشكل 1 مختلف تقسيمـات أسـواق رأس المال.

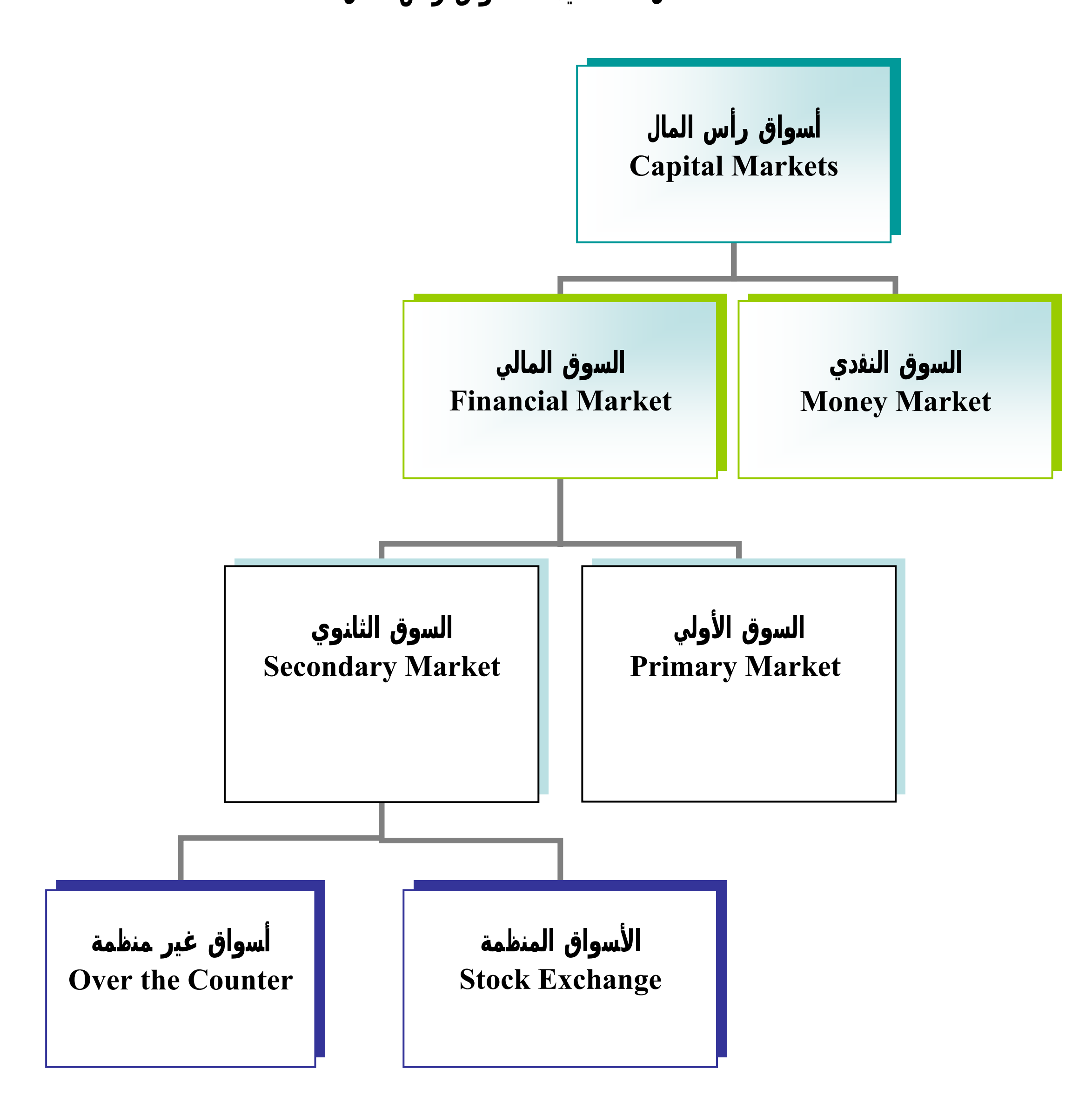
---

[1] Ross LEVINE, “spur of stock market”, in **Finance & Development**, Vol. 33, N°1. Mars 1996, p.16

[2] محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، **المؤسسات المالية، البورصة والبنوك الاستثمارية**، (الإسكندرية: الدار الجامعيـة، 2000)، ص.ص 17-18

[3] Bernard BELLETANTE, **Dictionnaire de la Bourse et des Marchés**, (Paris : Hatier, 1996), p.159

الشكل 1: تقسيمات أسواق رأس المال



II. وظائف أسواق رأس المال.

إن أداء القطاع المالي وصحة الاقتصاد لهما ارتباط شديد الصلة، ففـي حالـة انتعـاش دورة الأعمال، تتقاص المشاكل المرتبطة بالقروض ويتحقق نشاط أكبر لأسواق رأس المال مما يساهم في تحقيق ربحية أكبر للمؤسسات المالية، بينما يحدث العكس في حالة الركود الاقتصادي.[1] وللاستثمار الخاص دور بارز في التنمية الاقتصادية، حيث أثبتت الدراسات الحديثة ارتباط استثمارات القطـاع الخاص بالنمو الاقتصادي مقارنة باستثمارات القطاع العام.[2] ويتسنى لأسواق رأس المـال تحقيـق العلاقة بين تطور الاستثمارات والنمو الاقتصادي من خلال مجموعة من الوظائف يمكـن إبرازهـا على النحو الآتي:

1. توفير السيولة وتنويع المخاطر.

تتطلب بعض المشاريع الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة استخداماً كبيراً لـرؤوس الأمـوال، وغالبًا ما يطالب المستثمر فيها بالرقابة على مدخراته في المدى الطويـل. وفـي غيـاب سـيولة البورصة أو أي قناة مالية أخرى لتدعيم السيولة، فإن إقدام المستثمر على المشاريع الضـخمة ذات العوائد المرتفعة يكون قليلاً.[3] غير أن بورصة الأوراق المالية قد تدفع السيولة إلى الارتفـاع مـن خلال توفيرها أصولاً مالية كالأسهم التي تصدرها الشركات في سبيل زيادة رأسمالها، كمـا تـوفر سيولة البورصة تخفيضًا للمخاطر ولتكاليف المشاريع الاستثمارية في الأمد الطويل.

وتسمح سيولة السوق الكبيرة للمستثمر بأن يستعيد مدخراته خلال مدة المشروع الاسـتثماري بشكل سريع وبسهولة كبيرة من خلال التخلص من الأوراق المالية التي يحوزها كـل مـا دعـت الضرورة إلى ذلك. فسيولة البورصة بالتالي تدعم الاستثمـارات الطويلة الأجـل، ومن شأن هـذه المشاريـع الاستثمارية أن تساهم في التخصيص الأمثل لرؤوس الأموال مما يدعم فـرص النمـو المستقبلية.[4] لذلك فإن بورصة الأوراق المالية تدعم سوق رأس المال في أنها تجعل الأوراق المالية أكثر قابلية للسيولة، وبالتالي تشجيع الأفراد على استثمار أموالهم في شراء الأوراق المالية.[5]

---

[1] Bank International of Settlement **(BIS),** 72nd Annual Report . Washington, D.C, 2001, p. 130.

[2] **Société financière internationale**, "ÉCHAPPER À LA PAUVRETÉ : Le rôle de l'entreprise privée dans les pays en développement", Washington, D.C, 2000 p. 4.

[3] ناظم الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكرياء صيام، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، (عمان: دار وائل، 1999)، ص.158

[4] Ross levine, Sara Zevos, "Stock Market Development and Long Run Growth", **World Bank**, Working Paper, N°1582, Washington, D.C, 1996, p.7

[5] مجـدي محمـود شهـاب، **اقتصاديـات النقـود والمـال: النظريـة والمؤسسات النقديـة**، (الإسكندريـة: دار الجامعة الجديدة للنشر، 2000)، ص.ص 162-163

وما يشغل المستثمر عند إقدامه على اتخاذ قراره الاستثماري هو درجة المخاطرة المرتبطـة بالأصل المالي، غير أن تكامل البورصات العالمية أدى إلى تنويع المخاطر مما يكسـب المسـتثمر ضمانات حتى وإن تعرض البعض من أصوله المالية للخسائر، حيث يتسنى له التعويض من بـاقي الأصول المالية المكونة لحافظته الاستثمارية.

2. توفير المعلومات حول الشركات وتحسين إدارتها.

تسمح البورصة من خلال السيولة المرتفعة بتوفير المعلومات حول الأوراق المالية المتداولـة في السوق للمستثمر مما يمنحه صورة للمقارنة بين الأسعار الحقيقية والسوقية للورقة، وقـد يكـون لهذه المعلومات الأثر السلبي على سلوك المستثمر خاصة إذا أدت إلى تقلبات واسـعة فـي أسـعار الورقة المالية.[1] غير أن التوظيف الجيد للمعلومات يسمح بالاستفادة من التخصيص الأمثل للمـوارد المالية وبالتالي الدفع بعجلة النمو.

ويؤثر تطور الأسواق المالية على إدارة الشركات، ففي ظل كفاءة السوق المالي يسهل تعامل مدراء الشركات مع المشاكل التي قد تعترض مسار الشركة، كما تسهل من اتخاذ القـرارات التـي تخدم مصالح المديرين والملاك في الشركة على حد سواء. وعلى العكس من ذلك، يؤدي عدم كفاءة السوق المالي إلى التأثيـر العكسي على قرارات المسيرين. ومن صور عدم كفاءة السوق عدم إلمام الأطـراف الخارجة عن الشركـة حول المعطيات المتعلقة بالورقة الماليـة مما ينعكس سلبًا علـى أسعارهـا في السوق.

3. تعبئة المدخرات.

يساهم اتساع نطاق البورصة وسيولتها وكفاءتها في تنشيط المـدخرات، فترقيـة المـدخرات الناجم عن اتساع السوق يجعل من المشاريع الاستثمارية أكثر عملية، حيـث أن بعـض المشـاريع تتطلب أموالاً ضخمة كما أن البعض الآخر يعتمد على اقتصاديات الحجم، فالسوق المـالي يسـهل تعبئـة الموارد المالية مما ينجر عنه كفاءة أفضل للاقتصاد وتسارع أكبر فـي وتيـرة النمـو.[2] وتسمح تعبئـة المدخرات الذي توفره البورصة بالتخلص من ظاهـرة الاكتناز من خلال توظيـف رؤوس الأموال في المشاريـع المنتجة.

وما يمكن استخلاصـه من هذا المبحث، هو أن أسواق رأس المـال تنقسم إلى أسواق نقديـة وأخرى ماليـة ولكل منها دوره في النظـام المالـي، فالأسواق النقديـة تتميز بالضمـان الـذي توفره الحكومـات للأدوات المتداولـة في تلك السوق، وعلى النقيض من ذلـك، فـإن الأسـواق

[1] Ross levine, Sara Zevos, Op. Cit.,p.9

[2] محمد صبح، **التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية**، الطبعة الثالثة، (عين شمس: عالم الكتب، 2000)، ص.16.

المالية لا توفر نفس القدر من الضمان بسبب تعدد مصدري الأدوات المالية في تلك السوق، غير أن عائد الاستثمار في الأسواق المالية مرتفع مقارنة بالسوق النقدي نظرًا للمخاطرة الكبيرة التي يتحملها المستثمر. وتنقسم السوق المالي بدورها إلى سوق أولي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة، بينما تضمن السوق الثانوي استمرارية الإصدارات الجديدة من خلال تداولها في السوق. وتوفر الأسواق المالية خدمات مختلفة للقطاع المالي والمتعاملين فيه، وتعد أبرز تلك الوظائف توفير السيولة للمتعاملين وتعبئة المدخرات من أصحاب الفوائض المالية، هذا فضلاً عن الخيارات التي تتيحها لمسيري الشركات والمستثمرين من خلال ما تقدمه من المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية.

المبحث الثاني: مؤشرات تطور الأسواق المالية.

شهدت البورصات نقلة مميزة نهاية القرن العشرين، غير أن تطور البورصات اقترن بالعديد من التساؤلات حول أهميتها ومدى تأثيرها على النمو الاقتصادي، ويبرز الاهتمام المتزايد ببورصة الأوراق المالية لدى الدول النامية بشكل كبير خاصة بعدما قامت بالتحرير المالي وما صاحبه من انعكاسات سلبية و/أو إيجابية.

ارتبط تطور الأسواق المالية بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليون ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور الأسواق المالية وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة Market Capitalization وعدد الشركات المدرجة في البورصة) وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية). ومن شأن هذه المؤشرات أن تسهل فهم العلاقة بين تطور البورصات والوسطاء الماليون من جهة، وقرارات تمويل الشركات والنمو الاقتصادي من جهة أخرى. كما تسمح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها.[1]

[1] Asli DEMIRGUC-KUNT, Ross LEVINE, (1996), “Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview”, **World Bank**, Working Paper WPS 678-37.p. 7.

I. حجم السوق.

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريـق معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة، ويمكن تفصيل ذلك على النحو الآتي:

1. حجم السوق قياساً بمعدل رسملة البورصة.

يعتبر معـدل القيمة السوقية للأسهم المقيدة والذي يعرف بمعدل رسملة البورصة Ratio of Market Capitalization أهم مؤشرات قياس حجم البورصـة، وتسـاوي هذه النسبة القيمـة السوقيـة للأوراق الماليـة المدرجـة في البورصة نسبةً إلى النـاتج المحلـي الخـام حسـب الصيغـة الآتية:

$$MCR = CM/GDP$$

حيث: MCR معدل رسملة البورصة.

CM رسملة البورصة (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في البورصة).

GDP الناتج المحلي الخام.

ويوضح الشكل 2 الاتجاه التصاعدي للقيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة خلال العقد الأخير من القرن العشرين، حيث ارتفعت رسملة البورصة في مختلف البورصات العالميـة. فقـد بلغت رسملة البورصة لأسواق الأسهم للدول الأعضاء في الاتحاد الدولي لبورصات القيم المنقولـة World Federation of stock exchanges ما مقداره 35.1 تريليون دولار سنة 1999، قبـل أن تشهد تراجعاً بداية الألفية الثالثة نتيجة الركود الاقتصادي العالمي، وظهور حالات تلاعـب فـي البيانات المالية للشركات الكبرى، إلى جانب إعلان بعض هذه الشركات إفلاسها. كما ساهم تـدهور أوضاع شركات الطيران والاتصالات في أعقاب أحداث 11 سـبتمبر 2001 بالولايـات المتحـدة الأمريكية في هذا الاتجاه.[2]

وتحتل بورصة نيويورك New York Stock Exchange (NYSE) صدارة البورصـات العالمية من حيث الرسملة، حيث بلغت سنة 2001 نسبة رسملتها 41.1 % مـن إجمـالي رسـملة

[1] يضم هذا الاتحاد في عضويته 58 بورصة لأربع وأربعون 44 دولة، ومن أهم البورصات التي يضمها: بورصة لندن، بورصة نيويورك، بورصة طوكيو وغيرها.

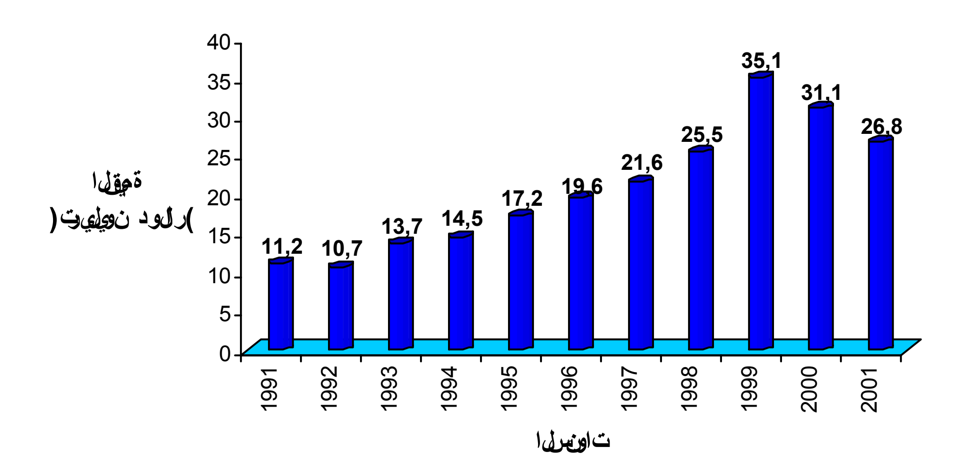
[2] **صندوق النقد العربي**، التقرير السنوي 2002، أبوظبي، أبريل 2003، ص.20، متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع: http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/ANNUAL%20REPORT/Annual-Arb-Rprt-2002.pdf

بورصات الاتحاد، فيما بلغت حصة بورصتي النازداك Nasdaq وطوكيو 2.739 و2.265 بليـون دولار على التوالي لتكونا بذلك ثاني وثالث بورصتيـن في العالـم من حيث رسملة البورصة.[1]

وفيما يتعلق بتوزيع رسملة البورصة العالمية حسب المناطق اسـتحوذت بورصـات أمريكـا الشمالية (الولايات المتحدة، كندا، والمكسيك) على ما يفوق نصف الرسملة العالمية بنسبـة 55 % لتأتي بورصات منطقة أوروبا ومنطقة آسيـا والمحيط الهادي في الصفين الثاني والثالث بنسبتـي 29 % و 15 % على التوالـي.[2]

ولتحديد أهمية البورصة في الاقتصاد يتم الربط بين رسملة البورصة والناتج المحلـي الخـام كمؤشر للنشاط الاقتصادي على المستوى المحلي. ولم تتجاوز هذه النسبة الواحد نهاية السـبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تبايناً بين الدول نهاية القرن العشرين حيـث فاقـت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول مثل هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، فـي حين قاربت هذه النسبة الواحد لدى أمريكا واليابان.[3] ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتمـاد القطـاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية.

الشكل 2 : تطور رسملة البورصة لأسواق الأسهم العالمية



Source: World Federation Of Exchanges, Annual report 2002, P.7.
Web Site:http://www.world-exchanges.org.

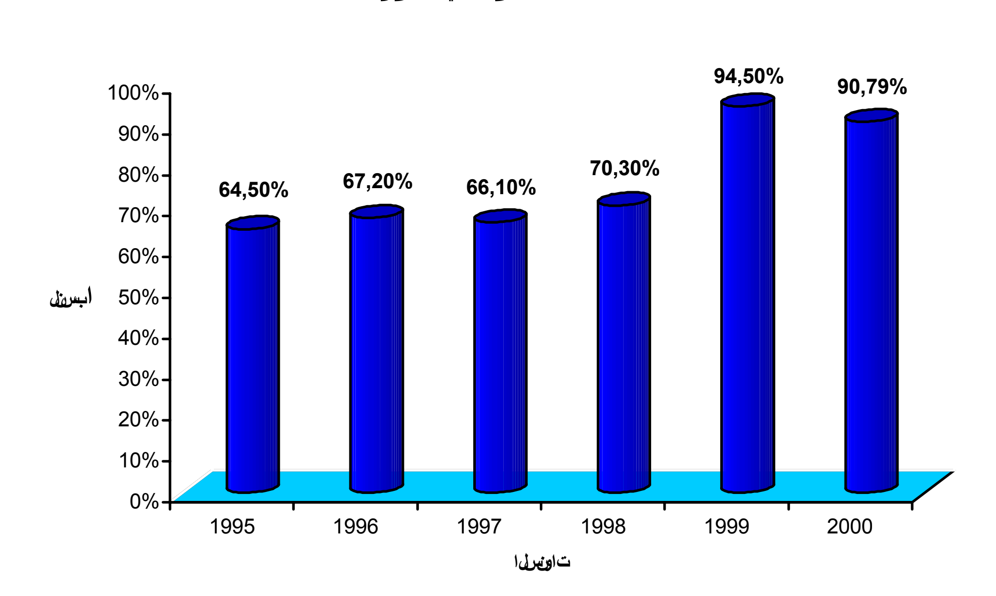
---

[1] **World Federation of Exchanges**, annual report 2001, Paris: March 2002, p.79. available through W.F.E's Internet Web site at: http://www.fibv.com/WFE/ annuelreport+2001+%28part+1%29%2Epdf
[2] Ibid., p.80.
[3] Bernard Jacquillat, Solnick, Op.cit., p.p. 24-25.

ويتراوح معدل رسملة البورصة للأسهم المدرجة في الاتحاد الدولي لبورصات القيم المنقولة كنسبة من الناتج المحلي الخام بين 2 % كأقل نسبة و383 % كأعلى نسبة نهاية سنة 2000، فيما كان متوسط هذه النسبة للدول الأعضاء في الاتحاد حوالي 91 %.[1] ويوضح الشكل 3 معدل الرسملة خلال النصف الثاني من عقد التسعينات، حيث شهد متوسط هذا المعدل ارتفاعاً من 64.5 % سنة 1995 إلى 94.5 % سنة 1999، مع تراجع لهذا المعدل بدءاً من سنة 2000. ويفسر هذا الارتفاع في معدلات رسملة البورصة بالاتجاه العام للدول الأعضاء إلى الاعتماد على البورصات كآلية لتجميع المدخرات بها.

ولا يعني حجم البورصة الكبير بالضرورة أنها تعمل بكفاءة، غير أن الفرضية المستخدمة حول هذا المؤشر هو أن اتساع حجم سوق الأوراق المالية يرتبط إيجاباً مع قابلية أكبر لتنشيط رأس المال وتنويع المخاطر. ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.[3]

الشكل3: معدل التداول في البورصات العالمية



Source : World Federation Of Exchanges, Annual report 2002, P.8.
Web Site: http://www.world-exchanges.org

---

[1] **World federation of exchanges**, Op. Cit, P.P. 5-6.

[2] Ross LEVINE, Sara ZERVOS, "Stock markets, Banks, and Economic Growth", **world bank**, not published, p.13

[3] Michael LEAHY, and all, "Contribution of financial system to growth in OECD countries", **OECD**, Working Papers n°:280, 2001, p.14 available through OECD's Internet Web site at: http://ideas.repec.org/p/oed/oecdec/280.html

2. حجم البورصة قياساً بالشركات المدرجة.

اتجه عدد الشركات المدرجة في البورصة خلال عقد التسعينيات من القرن العشرين إلى الارتفاع بشكل عام، فحسب مؤشر التنمية العالمي لسنة 2001 بلغ عدد الشركات المحلية المدرجة في البورصات 25121 شركة سنة 1990 ليقفز هذا العدد بعد عشر سنوات إلى حوالي الضعف ببلوغه 49612 شركة.[1] ويعزى ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات إلى العديد من العوامل أبرزها خصخصة الشركات العمومية، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصات لدى العديد من الدول.

ويوضح الجدول 1 تطور عدد الشركات المدرجة في بعض البورصات العالمية بحيث يتضمن الشركات المحلية والأجنبية، وقد تزايد عدد الشركات الأجنبية بشكل مطرد في البورصات المحلية نتيجة تحسن البيئة الاستثمارية للدول المستقبلة، وارتفاع فرص الربح بها.

غير أن الاعتماد على عدد الشركات المدرجة كمعيار وحيد لتحديد حجم البورصة يكتنفه بعض الغموض، فقد تمتلك شركة واحدة في بورصة ما أسهماً بقيم كبيرة تفوق ما تمتلكه عدة شركات في بورصات أخرى. فعلى سبيل المثال، كان عدد الشركات المدرجة في بورصتي نيويورك ولندن خلال النصف الثاني من القرن العشرين متقارباً إلا أن رسملة البورصة في بورصة نيويورك تجاوزت أربع مرات رسملة البورصة في لندن خلال نفس الفترة.[2] لذلك فإنه عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق يجب الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة.

الجدول 1: تطور عدد الشركات المدرجة* في بعض البورصات العالمية.

البورصات	1995	1996	1997	1998	1999	2000
بورصة أمريكا Amex	791	751	710	711	650	649
نازداك Nasdaq	5 127	5 556	5 487	5 068	4 829	4 734
بورصة نيويورك NYSE	2 242	2 476	2 626	2 670	3 025	2 862
بورصة لندن London SE	2 502	2 623	2 513	2 423	2 274	2 374

* محلية وأجنبية دون الأخذ في الحسبان صناديق الاستثمارات.

Source: World Federation Of Exchanges. Page Web:
http://www.world-exchanges.org/publcations/ts1%20Nbr%20of%cos.pdf

[1] **World Bank,** "World Development Indicators 2001", p. 280, available through world bank's Internet Web site at http://www.worldbank.org/data/wdi2001/statesmkts.htm

[2] **World federation of exchanges**, Op. Cit, P. 78.

ويُعد تقسيم رسملة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشراً هاماً لأصحاب الحوافظ المالية لما يمنحه لهم من تنويع للمخاطر وهي الحالة السائدة في بورصات الولايات المتحدة، اليابان، كندا وبريطانيا، حيث تكون درجة تركز رسملة البورصة على عدد كبير من الشركات. وعلى العكس من ذلك، تهيمن بعض الشركات متعددة الجنسيات على بورصتي سويسرا وهولندا، مما يعني تركز نشاط البورصة في عدد محدد من الشركات.[1] ويتم تحديد درجة تركز رسملة البورصة من خلال حساب القيمة السوقية لأسهم أنشط عشر شركات في البورصة ومقارنتها بالرسملة الإجمالية للبورصة.

II. سيولة البورصة.

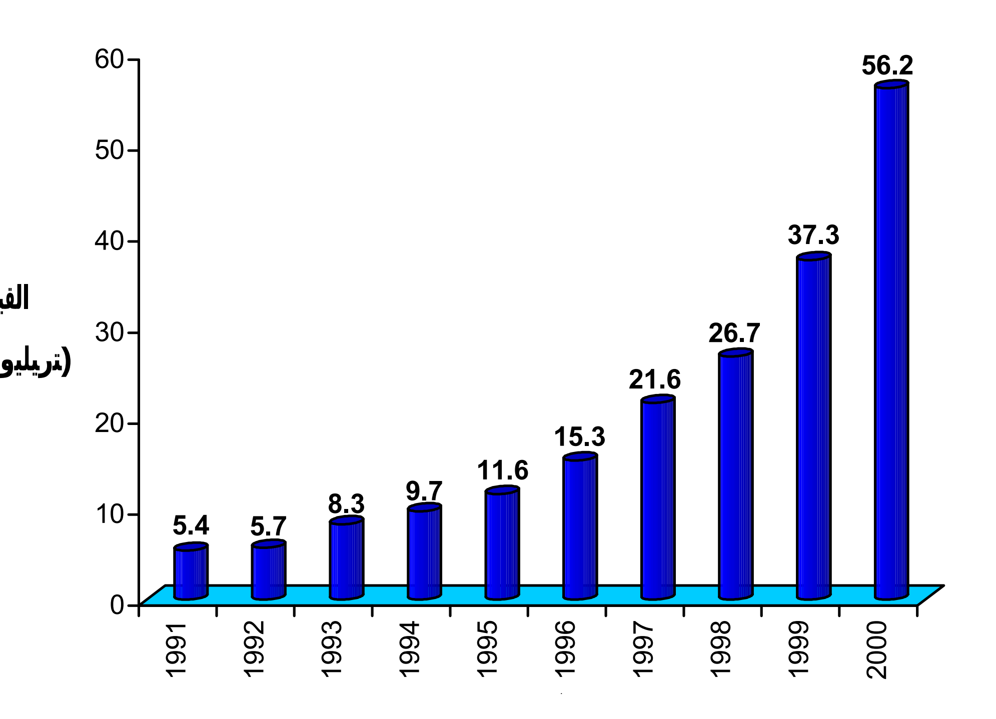
تعبر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين والمدخرين على حد سواء للتعامل في البورصة. وتسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات الحوافظ المالية لديهم.

ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة البورصة رفع رأس مالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد.[2] وتعرف البورصات العالمية ارتفاعًا مطردًا في قيم تداول الأسهم منذ بداية التسعينيات مثلما يوضحه الشكل 4 مما يؤشر على ارتفاع السيولة بالبورصات. وساهم توفير المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة على حد سواء في ارتفاع قيمة تداول الأسهم في العالم. كما أثر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنويع الأدوات الاستثمارية التي توفرها في تحقيق قيم تداول مرتفعة.

ويتم حساب درجة السيولة عن طريق المؤشرات التالية: معدل التداول والذي يحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل الدوران والذي يؤشر إلى نشاط التداول في البورصة، فضلاً عن مؤشر تقلب أسعار الأوراق المالية والذي يقدم درجة تأثر أسعار الأصول المالية بالتغيرات المختلفة.

[1] Bertrand JAQCUILLAT, Op-cit, P.P 22-23
[2] Ross LEVINE, “spur of stock market”, Op. cit, p. 15

الشكل 4: تطور التداول في البورصات العالمية.



Source: World Federation Of Exchanges, Annual report 2002, P.7.

1. معدل التداول **Value Traded Ratio.**

يمثل معدل التداول قيمة الأوراق المالية المتداولة خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام، وتحسب حسب الصيغة الآتية:

$$VTR = VT/GDP$$

حيث:

VTR: معدل التداول (Value Traded Ratio)

VT: قيمة الأوراق المتداولة (Value of Shares Traded)

GDP : الناتج المحلي الخام.

وفي غياب تكاليف التداول أو عدم اليقين من تداول بعض الأوراق المالية، فإن النموذج النظري لسيولة البورصة والنمو الاقتصادي يُنشّطان بصورة مباشرة قيمة التداول. فمعدل الأوراق المتداولة يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات كحصة من مخرجات البلد وتعكس بالتالي سيولة السوق في الاقتصاد.

ويكمل مؤشر معدل التداول مؤشر حجم البورصة، حيث من الضروري الأخذ بنتـائج كـلا المؤشرين حتى يكون تحليل النتائج أكثر دقة. فقد يكون حجم البورصة كبيرًا نتيجة عدد الشـركات المدرجة أو بسبب ارتفاع رسملة البورصة، فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجـ ـم بشـكل منفرد في هذه الحالة هو أن البورصة المعنية تتميز بالنشاط، غير أن التعمق في التحليل من خـلال الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يُفضي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض ممـا يعنـي أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفضًا، وبالتالي قلة نشاط البورصـة وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى.

2. معدل الدوران Turnover Ratio.

يقيس مؤشر معدل الدوران قيمة الأوراق المتداولة نسبة إلى رسملة البورصة، ويؤشر المعدل المرتفع على انخفاض تكاليف الصفقات. ويكمل هذا المؤشر بـدوره معـدل رسـملة البورصـة، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع رسملة البورصـة إلا أن معدل الدوران بها منخفض. كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى النـاتج المحلـي الخام، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصـاد ككـل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بهـا علـى الرغم من انخفاض معدل التداول.[2]

3. درجة التقلب في البورصة Volatility.

يمكن حساب هذا المؤشر بطريقتين: الأولى بقسمة معدل التداول على تقلبات عائدات أسـعار الأوراق المالية Stock Price Volatility؛ أما الثانية فيمكن حسابها بقسمة معدل الـدوران علـى تقلبات عائدات أسعار الأوراق المالية. فالبورصة التي تتمتع بمعدلات مرتفعـة مـن المؤشـ ـرين السابقين يكون حجم التداول فيها مرتبط بتقلبات أسعار الأوراق الماليـة. مما يعني أن ارتفاع معدل التـداول ومعـدل الدوران نسبـة إلى تقلبـات أسعـار الأوراق المالية يعتبـر مؤشـ ـراً علـى سيـولـة البورصة.[3]

وما يمكن استخلاصه من هذا المبحث هو أنه نتيجة للدور الهام الـذي أصـبحت تقـوم بـه الأسواق المالية في النظام الاقتصادي قام الباحثون الاقتصاديون بوضع مؤشرات لتحديد مدى تطور البورصات لربط تلك التغيرات بباقي المؤشرات الاقتصادية المختلفة. كما أن وضع هذه المؤشـرات

---

[1] Ross LEVINE, Sara ZERVOS, "Stock Market Development …" , Op. Cit, P.7
[2] Ibid.
[3] Ibid, P.8

يسمح بإجراء المقارنات بين الدول مما يكفل تحديد موقع كل بورصة إقليميًا وعالميًا. ويعد مؤشر حجم السوق وسيولته من أهم هذه المؤشرات للتأثير الذي يمارسه هذين المؤشرين على تعبئة المدخرات، وبربط هذين المؤشرين بمؤشرات القطاع البنكي ومؤشرات الأداء الاقتصادي يمكن للباحثين تحديد أثر الأسواق المالية على النمو الاقتصادي، وهو العنصر الذي سيتم تغطيته من خلال المبحث الموالي.

المبحث الثالث: تأثير تطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي.

أثير جدل واسع حول العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي بين الاقتصاديين، حيث تنقسم آراءهم حول اتجاه مؤيد لعدم تأثير القطاع المالي على النمو الاقتصادي كون القطاع المالي لا يمثل الاقتصادي الحقيقي وفقاً للنظرية المالية التي تعتبر أن قيمة الشركة مستقلة عن هيكلها المالي في حالة عدم وجود قصور للسوق كعدم فرض ضرائب على دخل الشركات، وعدم وجود تكاليف للإفلاس أو غيرهما من أوجه القصور.[1] فيما يرى الاتجاه المؤيد للعلاقة الوثيقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي على المدى الطويل، في كون تطور وكفاءة الأسواق المالية من شأنه أن يؤثر على معدلات الاستثمار بالإيجاب مما ينعكس على ارتفاع معدلات النمو.

ويعتمد التحليل الدقيق للأثر المحتمل لتطور الأسواق المالية على النمو الاقتصادي في كفاءة تلك الأسواق على تسعير الأصول المالية، والهيكل المؤسسي والتشريعي للسوق بالإضافة لمؤشرات تطور الأسواق المالية التي تم التطرق لها في المبحث السابق.

I. كفاءة تسعير الأصول المالية وتطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي.

تعتبر درجة كفاءة تسعير الأصول، ومستوى الهيكل المؤسسي والتنظيمي من المؤشرات الضرورية للحكم على درجة تطور الأسواق المالية، ويتم في هذا الإطار تتبع طرق تسعير الأصول والمعايير القانونية والمحاسبية المعتمدة في السوق المالي.

1. كفاءة تسعير الأصول المالية.

يتم الاعتماد في تحديد هذا المؤشر على نموذج تسعير الأصول والذي يسمح بتحديد كفاءة السوق من خلال الفرق بين العائد الحقيقي للورقة المالية والعائد على الاستثمار المحسوب وفق نموذج التسعير.[2] وأدى تقارب هذا المؤشر في العديد من الدول إلى التكامل بين الأنظمة المالية المحلية والنظام المالي الدولي، ويتجلى أثر هذا المؤشر في تنوع استثمارات الحافظة، توسع الشركات الساعية إلى تلبية احتياجاتها المالية من المصادر الأجنبية، والتطور الحاصل في تسيير

[1] Asli DEMIRGUC-KUNT, Ross LEVINE, Op. cit, P. 22

[2] إيهاب الدسوقي، المرجع السابق، ص.40.

الأصول المالية. ويكون التكامل نتيجة طبيعية للفوارق في معدلات الفائدة بين الأسواق المالية العالمية، وهو ما يفسر ارتفاع تدفقات رؤوس الأموال بين الدول عن طريق الأسواق المالية.[1] وقد شهدت التدفقات الإجمالية والتدفقات الصافية لرأس المال ارتفاعاً كبيرا منذ السبعينيات حيث ارتفع حجم إجمالي الاستثمارات المباشرة 32 مرة في الدول الصناعية، فيما ارتفع إجمالي تدفق استثمارات الحافظة 200 مرة.[2]

وكمقياس للاندماج العالمي للأسواق المالية يمكن تتبع تبادل الأوراق المالية عبر الحدود، فتبادل السندات والأسهم بين الدول شهد ارتفاعاً في غالبية البلدان المتقدمة من 5 % من الناتج المحلي الخام سنة 1975 إلى ما بين 100 % و700 % من الناتج المحلي الخام سنة 1997، وكمثال على ذلك بلغت صفقات الأوراق المالية بين الولايات المتحدة والمستثمرين الأجانب 17 تريليون دولار سنة 1997. وتجاوزت المساهمات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية الأوروبية المساهمات الأجنبية في الولايات المتحدة واليابان، وبالمقابل كان حوالي نصف تداول الأسهم للشركات التي مقراتها الاتحاد الأوروبي يتم خارج نطاق الاتحاد. ويبرز هذا التوسع الدولي في تداول الأوراق المالية بملاحظة تطور إصدارات الأسهم الدولية والتي ارتفعت بست مرات خلال التسعينيات في الدول الصناعية.[3] وساهم التقليل من القيود المفروضة على حركة رؤوس الأموال وعلى توزيعات أرباح الأسهم من جهة، وتوفير المعلومات حول الشركات المدرجة للمستثمر المحلي والأجنبي من جهة أخرى في اندماج البورصات وهو ما ينعكس إيجاباً على تطور البورصات المحلية مثلما خلصت إليه بعض دراسات البنك الدولي.[4]

2. الهيكل المؤسسي والتنظيمي.

يسمح مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي بمتابعة مدى مساهمة المؤسسات المعنية بتنظيم وتسيير السوق المالي في تطويرها، وتؤدي كفاءة هذه المؤسسات والقوانين التي تتبعها إلى حشد المدخرات محليًا ودوليًا. ويتم التركيز من خلال هذا المؤشر على طرق نشر المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة، وعلى المعايير المحاسبية المتبعة من طرف تلك الشركات ومدى تطابقها مع المعايير المحاسبية الدولية.

---

[1] مايكل موسى، " مواجهة تحديات العولمة"، في: "القدرة التنافسية للاقتصاديات العربية في الأسواق العالمية". **صندوق النقد العربي،** أبو ظبي: سلسلة بحوث ومناقشات حلقات عمل. العدد الخامس.5-7 أكتوبر 1999، ص.45.

[2] **UNCTAD**, "Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)", Geneva: 23 June 1999, p. 9. Web Site: http://r0.unctad.org/en/docs/pogdsdfsbd5.pdf

[3] Ibid

[4] Rosse LEVINE, Sara ZERVOS, "Capital Control Liberalization & Stock Market Development", **World Bank,** Working Paper, unpublished, 1996. p. 20

وتعد قوانين حماية المستثمر ودرجة العوائق المفروضة على الاستثمار الأجنبي من أوليـات هذا المؤشر، بما أن حماية المستثمر تدعم استقطاب رؤوس الأموال المحلية، فيما تـؤدي درجـة القيود المفروضة على تدفق رؤوس أموال المستثمر الأجنبي إلى التأثير على استقطاب الاستثمارات الأجنبية في شقيها المباشر وغير المباشر.

II. العلاقة بين البورصات والنمو الاقتصادي.

برزت الدراسات النظرية والتطبيقية حول العلاقة بين تطـور القطـاع المصـرفي والنمـو الاقتصادي منذ القرن التاسع عشر.[1] غير أن هذا النوع من الدراسات حول أثـر تطـور الأسـواق المالية على النمو الاقتصادي تعتبر حديثة العهد نسبياً.

1. أثر المعلومات والسيولة على النمو.

الملاحظ أن الدول النامية بما في ذلك دول الدراسة لا ترى أهمية للبورصات في الاقتصـاد، فهي بحسبهم تقوم بنقل ملكية الأصول المالية من فرد إلى آخر. إلا أن هذه النظرة لا يمكن اعتبارها صحيحة لسببين:[2] الأول، أن السوق الأولي أين يتم إصدار خلاله الأوراق الماليـة الجديدة لا يمكنه الاستمرار ما لم تكن هناك سيولة وهو ما توفره السوق الثانوي، فالمستثمر قبل إقدامه علـى اقتنـاء سند يمتد إلى عشر سنوات مثلاً أو شراء أسهم عادية فإنه يأخذ بعين الاعتبار الفرصة المتاحـة لـه لتصريف تلك الأوراق واستعادة أمواله في أي وقت. أما السبب الثاني، فهو المعلومات التي توفرها البورصة حول القيمة السوقية للأوراق المالية، فضلاً عن الأوضاع الماليـة للشركات المدرجة فـي البورصة.[3] فالسوق الثانوي بالتالي هو مصدر للسيولة والمعلومات.

2. أثر تنويع المخاطر على النمو.

تشير بعض الدراسات التجريبية إلى دور تنويع المخاطر في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي بسبب تحول الاستثمارات إلى مشاريع ذات عوائد مرتفعة.[4] فتنويع المخاطر النـاتج عـن تكامـل الأسواق العالمية يشجع على الاستثمار في المشاريع ذات العوائـد المرتفعـة مـن خـلال إجـراء المقارنات مع باقي الأسواق العالمية. وبالمقابـل فإن انحصـار التعـاملات في أنـواع محددة من

---

[1] Richard Sylla, "The Rise of Securities Markets What Can Government Do?", **world bank**, Policy Research, Working Paper N°1539 November 1995, p.p 2-4.
[2] Ross LEVINE, “spur of stock market”, Op. cit., p.17
[3] Ibid
[4] Ross Levine, "Stock Markets, Economic Development, and Capital Control Liberalization", **INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, Perspective,** Vol. 3 / No. 5, December 1997, Washington, p.6, Web Site: www.ici.org

الأوراق الماليـة يساهـم في ارتفـاع المخاطـر ممـا يـؤدي إلى انخفاض الادخـار وتقلـص النمو الاقتصادي.[1]

3. أثر مؤشرات تطور البورصات على النمو.

كانت الدراسات التطبيقية حول العلاقة بين تطور البورصات ومعدلات النمـو تعتمـد علـى مؤشر أو اثنين، إلا أن الاعتماد على أي من المؤشرات السابقة لتحديد مدى تطور البورصـة دون ربطه بباقي المؤشرات يقدم نتائج منقوصة، ولتجاوز هذه النقائص قام البنـك الـدولي فـي إطـار الدراسات التي يشرف عليها بوضع تشكيلة متجانسة من المؤشرات تشمل مختلف مؤشرات تطـور البورصة، وربطها بمؤشرات تطور البنوك واستخلاص علاقتها بمعدلات النمو في المدى الطويـل. وبعد الأخذ بعين الاعتبار تأثير العوامل القانونية، السياسية والاقتصادية تم التوصـل إلـى إيجابيـة العلاقة بين سيولة البورصة من جهة ومعدلات النمو، تراكم رأس المال، وتحسين الإنتاجيـة مـن جهة أخرى.[2]

واعتمدت هذه الدراسة على بيانات 49 بلدًا خلال الفترة 1976 و1993 وتتعلق تلك البيانـات بمؤشرات حجم البورصة، سيولة البورصة، التقلبات في أسعار الأوراق المالية، والتكامل مع أسواق رأس المال الدولية لسنة 1976 وتم تتبع كل من معدلات النمو الاقتصـادي، تـراكم رأس المـال، وتحسين الإنتاجية خلال فترة الدراسة (1976-1993). وقد تم التوصل إلى أن سيولة البورصـة – قياسا بتداول الأوراق المالية نسبة إلى حجم البورصة، والاقتصاد، وتقلبات أسعار الأوراق الماليـة- كانت ذات صلة وثيقة وموجبة مع معدلات النمو الاقتصـادي المسـتقبلية، وتـراكم رأس المـال، وتحسين الإنتاجية. أما بالنسبة لحجم البورصة والتكامل فيرتبطان إيجاباً مع النمو لكن تلك العلاقـة هي أقل من مثيلتها بين السيولة والنمو.

وما يمكن استخلاصه من هذا المبحث هو أن العلاقة بين درجـة تطـور الأسـواق الماليـة ومعدلات النمو الاقتصادية ترتبط إيجابيًا، حيث تمارس الأسواق المالية هذا التأثير من خلال أسواق الإصدار والتي تنعكس التطورات بها بشكل مباشر على الاستثمارات الحقيقيـة وبالتـالي ارتفـاع معدلات النمو، بينما تؤثر السوق الثانوي على الاقتصاد الحقيقي بشكل غير مباشر عن طريق تحقيق السيولة، تنويع المخاطر، توفير المعلومات وتعبئة المدخرات.

[1] Ross levine, Sara Zevos, "Stock Market Development …",Op. Cit., p.8
[2] Ross LEVINE, Sara ZERVOS, "Stock markets, Banks,…", Op. cit., P.14

خاتمة الفصل الأول.

نجم عن التغيرات التي أفضت إليها العولمة الاقتصادية آثارًا سلبية وأخرى إيجابيـة بالنسـبة لمختلف دول العالم، ففي جانبها الإيجابي، ساهمت تلك التغيرات في بـروز بعـض بـوادر النمـو الاقتصادي في مراحل محددة مجسدة في التأثير الإيجابي لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية علـى ارتفاع معدلات الاستثمار المحلي. أما الجوانب السلبية لهذه التحولات فتمثلت في الأزمـات الماليـة والنقدية التي تنتشر عدواها بين الدول بسرعة فائقة نتيجة الترابط والتكامل فيما بينها، وقد أدت هذه الآثار السلبية إلى التفكير في إيجاد سياسات مالية ونقدية تلتزم بها الدول المتـأثرة بهـذه الأزمـات وتخص بالدرجـة الأولى النظـام المالي لكل دولة ومحاولة تكييف تلـك الأنظمـــة مـع واقـع التحولات الجديدة.

وفي خضم هذه التغيرات برز الدور الذي أصبحت تؤديه بورصات القيم المنقولة، وبخاصـة أسواق الأسهم، كقناة لتجميع وتخصيص رؤوس الأموال المحلية والأجنبية في المشاريع الاستثمارية المنتجة مما يساهم في ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي. وقد خلصت دراسات البنك الدولي والاتحاد الدولي لبورصات القيم المنقولة إلى تحديد المكانة التي أصبحت تحتلها الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر، عن طريق التأثير الذي أصبحت تمارسه على معدلات النمو الاقتصادي. وممـا لاشك فيه أن تطور الاستثمارات في البلد يؤثر بشكل مباشر على معدلات النمو الاقتصـادي، ولـن يتسنى للاستثمارات الحقيقية أن تحقق هذا التأثير ما لم تتوفر سوق لرؤوس الأموال بشقيها النقـدي والمالي تكون ذات كفاءة مرتفعة. ولتحقيق معدلات نمو مقبولة من الضروري حسـب الدراسـات المشار إليها توفير البيئة الملائمة لنشاط تلك الأسواق كمحاربة المضاربة المالية الشرسـة، توحيـد طرق التعاملات لتقليل التكاليف، فضلاً على تحقيق سيولة أكبر في البورصات. ولفهم تنظيم وطرق عمل بورصات الأوراق المالية سيخصص الفصل الثاني لتحقيق هذه الغاية.

الفصل الثاني: هيكل وتنظيم بورصة الأوراق المالية

تمهيد.

خاص الفصل الأول إلى الدور البارز والمكانة المميزة التي أصبحت تحتلها الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي بالرغم من الاختلاف بين الاقتصاديين حول درجة التأثير الذي أصبحت تمارسه هذه الأسواق. وبورصة الأوراق المالية هي جزء من نظام متكامل يتمثل في النظام المالي بما يتضمنه من أسواق رأس المال ووسطاء ماليون وهياكل منظمة لهما، لذلك فمن الضروري فهم بورصة الأوراق المالية والمنتجات المالية المتداولة وكيفية سير عملية التداول بها، وللإحاطة بهذه الجوانب المختلفة خصص الفصل الثاني لهذه الغاية.

حيث تم في المبحث الأول التعرض إلى بورصة الأوراق المالية وتنظيمها والفاعلين فيها، إلى جانب التطرق إلى وسطاء البورصة. واهتم المبحث الثاني بالمنتجات المالية المتداولة في البورصة، من خلال استعراض الأسهم والسندات والمشتقات المالية ومكانة كل ورقة مالية من هذه الأوراق في البورصة عبر درجة إقبال المستثمرين على تداول كل منها في البورصات العالمية. أما المبحث الثالث، فقد خصص لآليات التداول في البورصة وطرق التسعير، حيث تم التطرق إلى إدراج الأوراق المالية لأول مرة، ثم الكيفية التي يتم من خلالها تداول وتسعير الأوراق المالية في البورصة، وخصصت نهاية الفصل الثاني لعرض أنواع الأوامر التي يتلقاها السمسار في البورصة ومختلف آليات التسوية الآجلة.

المبحث الأول: تنظيم البورصة والمتعاملون فيها.

تعتبر البورصة أداة من الأدوات المالية التي تسمح بتوفير السيولة في السوق المالي، وللبورصة هيكل ينظمها فضلاً عن المتدخلين فيها ووسطاء للعمليات المرتبطة بها، ويمكن تفصيل هذه العناصر على النحو الآتي:

I. الهيكل المنظم والمسير للبورصة.

البورصة هي سوق ثانوية منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة، ويقوم بتنظيم التعاملات بالبورصة هيئات متخصصة تقرّها الحكومات، وتدرج في البورصة قيم شركات محددة تكون محققة للشروط المفروضة من هيئة تنظيم التعاملات في البورصة. وأهم تلك الشروط تحقيق الحد الأدنى المطلوب من رأس مال الشركة، وتحقيق نتائج جيدة للسنوات الأخيرة التي تسبق طلب الإدراج. ولتحقيق تطلعات المتعاملين في البورصة، يجب أن تتوفر ما يلي:[1]

- تسهيل التعاملات وبالسرعـة الضرورية بسبب التعقيدات التي تطبع الصفقات المبرمـة في البورصة.
- تحقيق شفافية التعاملات بما يضمن أكبر قدر من التساوي للمستثمرين من حيث وصول المعلومات إليهم حول الشركات المدرجة.
- توفير سيولة البورصة أي سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً.
- التقليل من المخاطر الناجمة عن التعاملات.

ويتم في البورصة تداول الأسهم في سوق الأسهم، بينما يجري التعامل بالسندات في سوق السندات. ومن حيث طريقة الدفع يمكن تقسيم البورصة إلى سوق فوري ويتم تنفيذ الصفقة بها بمجرد إتمامها، أو أن يؤجل تنفيذ الصفقة إلى مدة محددة -عادة شهر واحد- وتسمى بسوق التسوية الآجلة، فيقوم الوسيط المالي في هذه السوق بتلقي أوامر البيع أو الشراء من موكلـه طـوال شهر – يعرف بشهر التعامل في البورصة- ويترتب عن تلك الأوامر شراء أو بيع الأوراق المالية المحددة في الأمر، غير أن تسديد المستحقات المالية واستلام الأوراق في حالة الشراء –استلام الأموال وتسليم الأوراق في حالة البيع- لا يتم إلا عند تسوية التعاملات والتي تكون نهاية شهر التعامل في البورصة.[2]

ونتيجة لتوسع استخدام المنتجات المالية الجديدة أصبح التعامل بها يجري بشكل منظم داخل البورصة ضمن ما يعرف بأسواق المشتقات Derivate market وتخص بالدرجة الأولى العقود

---

[1] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, **La bourse des valeurs**, (Alger: Edition BOUCHENE, 1993), p.7

[2] Société **abcbourse.com** société indépendante spécialisée dans l'information financière, Londres, Web page: http://www.abcbourse.com/apprendre/comprendre/srd.html

الآجلة، عقود المبادلة وعقود الاختيار. ويأخذ تنظيم البورصة أشكالاً مختلفة من حيث التسميات من دولة إلى أخرى، غير أن المهام الموكلة لكل هيئة في تنظيم البورصـة هي نفسهـا تقريبـًا، ويمكن إبراز الهيئـات المؤثرة في تنظيم البورصة على النحو الآتي:

1. الهيئة المنظمة للبورصة.

تسند مهمة تنظيم البورصة لمجلس الأسواق المالية والوظيفة الأساسية لهذا المجلس هي ضبط القواعد العامة في السوق المالي، ويتسنى له تحقيق هذه الوظيفة عبر تحديد شروط قبول إدراج قيم الشركات في البورصة، وسحب أو إقصاء وسطاء البورصة المخالفين للتدابير التنظيمية، فضلاً عن رقابة أنشطتهم وتوفير التكنولوجيات الضرورية ومراقبة إجراءات التعامل في البورصة.[1] ولهذه الهيئة السلطة على الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، ومهامها الأساسية تتمثل في إدارة العروض العامة للاكتتاب، وقبول الوسطاء لتقديم الخدمات الاستثمارية. ويتكون هذا المجلس من سماسرة وأعضاء تختارهم الدولة، وتتلخص أبرز مهامه في النقاط الآتية:[2]

- إصدار البيانات اليومية حول التعاملات التي تتم.
- تحديد الهامش المسموح للتغير في أسعار الأوراق المالية، وللمجلس الحق في إيقاف التعاملات لمدة من الزمن عند تجاوز الأسعار لهذا الهامش.
- مراقبة التجاوزات التي قد تقع أثناء التعاملات من طرف أعضاء البورصة، والحق في إسقاط العضوية أو الوقف أو التغريم.

2. الهيئة المسيرة للبورصة.

تعهد مهمة تسيير سوق الأوراق المالية للجنة عمليات البورصة وهي هيئة إدارية مهامها الرئيسية تتمثل في حماية المدخرين، إعلام المستثمر وضمان السير الحسن للتداول. وعلى العكس من مجلس الأسواق المالية، فإن لجنة عمليات البورصة تهتم بمراقبة السوق المنظمة فقط، وتمتلك هذه الهيئة الحق في الاعتراض على قبول الأوراق أو الأدوات المالية في البورصة، كما لها السلطة في الإيقاف في حالة تجاوز القواعد العامـة، ومهامهـا الرئيسية:[3]

- مراقبة معلومات حاملي القيم المنقولة.
- الحق في الاعتراض على القيم، كما لها الحق في طلب إيقاف تداول بعض الأوراق.
- السلطة على هيئات التوظيف الجماعي.

---

[1] Gaston Défossé, Pierre Balley, Op. cit., p.11

[2] محسن أحمد الخضيري، **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة**، ط.2، (القاهرة: إيتراك للنشر والتوزيع، 1999)، ص. 32.

[3] Gaston Défossé, Pierre Balley, Op. Cit. pp 13.14.

وقد تم على الصعيد الدولي إنشاء المنظمة العالمية لهيئات الأوراق المالية International Organization of Securities Commissions (IOSCO) والتي تعمل على جعل قواعد التعامل في البورصة موحدة دوليًا، فضلاً عن جعل البورصات ذات كفاءة. وتعمل هذه الهيئة على تهيئة ظروف العمل في بيئة تتميز بالشفافية، والتقليل من آثار المخاطر المترتبة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية. وتهدف هذه الهيئة إلى حماية المستثمرين عن طريق:[1]

- جعل قواعد التعاملات نمطية، وتحقيق كفاءة أكبر للأسواق المالية الدولية.
- تقديم المعلومات انطلاقًا من البورصات العالمية إلى الأسواق المحلية.
- ترقيـة وتوحيـد الجهود لوضـع نظام مراقبـة موحد للتعاملات الدوليـة في الأوراق المالية.
- تقديم المساعدات الفنية لترقية اندماج الأسواق المالية.

II. المتعاملون في البورصة.

يتدخل في البورصة عدد من المتعاملين الاقتصاديين فيؤثرون ويتأثرون بالبورصـة، حيـث يقوم الأعوان الاقتصاديون بضمان بقاء البورصة، ويتم في الوقت ذاته تحقيق الغاية التمويلية لهـم. ويمكن إبراز أهم المتدخلين في البورصة على النحو الآتي:

1. الحكومات، المؤسسات والبنوك.

تعتبر الحكومات من أهم مصدري الأوراق المالية والتـي تسـتخدمها فـي تمويـل العجـز الموازني، خاصة السندات الحكومية، كما تقوم بوضع قواعد تنظيم سير السوق فضلاً عـن تحديـد الجباية المترتبة عن التعاملات فيها.[2] أما المؤسسـات فتقـوم بإصـدار الأوراق الماليـة لتمويـل استثماراتها، سواءً تعلق الأمر بالمشروعات الجديدة أو التوسع في المشاريع القائمة، غيـر أن هـذه الإصدارات لا تتاح سوى للشركات الكبرى والتي تحددها قواعد الدخول إلى السوق المالي، ويعكس سعر أسهم هذه الشركات ميول المستثمرين تجاهها مما يجعلها تسعى دائمـاً إلــى الإبقـاء علـى نتائجها المالي،ة إيجابية. كما تتدخل البنوك المركزيـة مباشرة في نـشاطات البنوك فضـلاً عـن دورها الرقابي والتنظيمي، وذلك إما كمُقرض، أو كمجمع للتدفقات النقدية على مستوى كـل بلـد.[3] وعلاوة عن البنوك المركزية تتفاعل البنوك التجارية مع عمليات البورصة فبعدما كانـت الوظيفـة

---

[1] مازن نجيب محمد الوظائفي، "دور التشريعات في تطوير أسواق الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار"، ورقة عمل مقدمة خلال **مؤتمر الاستثمار في إقليم الشمال في وآفاق تطويره**، عمان: 4-5 مايو 1998، ص.11
[2] مروان عطون، المرجع السابق، ص.21
[3] نفس المرجع، ص.16

التقليدية لها هي تجميع المدخرات العامة واستخدامها في تقديم القروض، طرأ على هذا النشاط تغير حيث أصبحت تلك المدخرات تستخدم في شراء الأوراق المالية والتعامـل بها.[1] وتتدخـل البنـوك في البورصـة عن طريق الاستثمـار، عمليـات التغطيـة، التداول، تقديم الخدمـات وغيرهـا من العمليات.

2. بنوك الاستثمار Investment Bankers

تقوم بنوك الاستثمار بشراء الإصدارات الجديدة من الشركات وتوزيعها على المستثمرين، فتقوم بعملية الاكتتاب Underwriting بشراء الأوراق المالية المصدرة حديثاً والقيام بتسويقها متحملة بذلك المخاطر المترتبة عن تقلب أسعار الأوراق المالية خلال فترة التسويق، كما تقوم بنوك الاستثمار بتقديم المشورة والنصح للشركات الراغبة في إصدار الأوراق الماليـة حول السعـر وحول طرق التمويل الواجب إتباعها.[2] وتقوم البنـوك التجاريـة بوظائف بنوك الاستثمـار في العديد من الدول النامية التي تعتبر الأسواق المالية بها غير نشطة. وأهم بنوك الاستثمار في العالم هي: مورغان ستانلي Morgan Stanley، ميريل لنش Merril Lynch، الإخوة سالومون Salomon Bros.

3. المستثمرون المؤسساتيون Institutional Investment.

المستثمرون المؤسساتيـون عبارة عن مؤسسـات متخصصة في امتلاك الأوراق الماليـة، وترتبط هذه المؤسسات بالبنوك وشركات التأميـن، وتتمثل مهمة المستثمرون المؤسساتيون في توظيـف الأموال المجمعة من المدخـرين. وقـد ساهم المستثمرون المؤسساتيون في البلدان المتقدمة في انتعـاش استثمـارات الحافظـة لديـها، حيث ارتفعت الاستثمارات المؤسساتية في دول منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي OCDE بشكل كبير، وهو ما رفع من سيولـة سوق القيم المنقولـة وأثـر بشكل كبير على وظائفـها، حيث بلغ إجمالـي الأصول المالية المملوكـة من المستثمرين المؤسساتيين فـي دول المنظمـة 24300 مليـار دولار في 1995 أي ما مقداره 106.5 % من الناتـج المحلـي الخـام لمجموع تلك الدول.[3] ويطـرح المستثمـرون

---

[1] **International Monetary Fund (IMF),** Annual Report 2001, "Globalization of Finance and Financial Risks", Annex V, Washington, p. 180.Web Site : www.imf.org.annual/report2001/file11/publication/pdf

[2] حيث تفاضل بنوك الاستثمار بين طرق التمويل سواءً عن طريق التمويل برأس المال (إصدار الأسهم)، أو التمويل بالقـرض (إصـدار السندات أو الاقتراض من البنوك) وتقديم الخيارات المتاحة للشركات المصدرة. لمعلومات أكثر أنظر: عبد الغفار حنفـي، **أساسيات التمويل والإدارة الماليـة**، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2001)، ص.ص. 456-457.

[3] **CNUCED**, "La croissance des marchés financiers nationaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les investissements étrangers de portefeuille", Réunion d'experts sur la croissance des marchés financiers nationaux, Genève : 27-29 mai 1998, p5. Webpage: www.unectad.org/gds/dfsb/5td/b/com.2/em.4/2

المؤسساتيون خيارات متعددة حول طرق التوظيف، تتعلق بالمفاضلة بين آجال الاستثمار وطبيعة المخاطرة التي يواجهها المستثمر وتتمثل أنواع التوظيف المتاحة في:[1]

- صناديق رأس المال-مخاطرة Venture Capital
- الشركات الاستثمارية ذات الرأس مال الثابت.
- الشركات الاستثمارية ذات الرأس مال المتغير (الصناديق المشتركة للتوظيف).
- صناديق تغطية المخاطرة.

4. مقدمو المعلومات.

هي عبارة عن هيئات تقوم بتجميع المعلومات المختلفة حول المعدلات والأسعار للأوراق المالية لتقوم فيما بعد بتوزيعها على المتعاملين في البورصة. ومن أبرز هذه الهيئات: بلومبرغ Bloomberg، تليرات Telerate ورويترز Reuters، بحيث تشكل هذه الهيئات شبكة معلوماتية مالية، وتستقي هذه الهيئات معلوماتها من مختاف الفاعلين في السوق المالي مثل البنوك، السماسرة Brokers، الأسواق المنظمة، وكالات التقييم Rating Agency، وكالات الأنباء، صناع السوق Market Maker، ومصدري الأوراق المالية. وتقوم هذه الشركات بنشـر كل المعلومات المجمعة حتى يتسنى لعملائها اتخاذ قرار الاستثمـار من عدمه، حيث يصبح بإمكانهم تحليل أسعار المنتجات المالية تاريخ التسعير، بالإضافة إلى دراسة المعطيات المالية حول المصدرين.[2]

ونظرًا لارتباط مقدمي المعلومات بكل الفاعلين في السوق، حيث يمثل البعض منهم مصدرًا للمعلومات والبعض الآخر مستخدمًا لها، يمكن اعتبار مقدمي المعلومات بمثابة سماسرة في السوق المالي، حيث تقدم هذه الهيئات ما أصبح يعرف بخدمات السمسرة الإلكترونية.[3] وتمثل رويترز وبلومبرغ أبرز من يقدم هذا النوع من الخدمات في البورصات العالمية.

5. سماسرة الأوراق المالية.

تُسند مهمة الوساطة في البورصة إلى السمسار Broker والذي يقوم بتنفيذ الأوامر التي تصله من المستثمر سواء تعلق الأمر بشراء أو بيع الأوراق المالية في البورصة مقابل عمولة تحددها لجنة البورصة. ويلجأ المستثمرون الأفراد إلى بيوت السمسرة الكبيـرة والتي يشرف على إدارتها السمسار، بينما تتجه المؤسسات المالية مثل البنوك التجارية وصناديق المعاشات والتقاعد إلى بيوت

---

[1] Ibid.
[2] **Comprendre bourse**, Société d’information Financière, Web Page : www.comprendrebourse.com./brookers/htlm
[3] Ibid.

السمسرة الأصغر التي تتخصص في التعامل بأوراق محددة للشركات.[1] وتعتبر السوق المالية الأمريكية الأكثر ثراءً في مجال السمسرة مقارنة بالأسواق المالية العالمية الأخرى، لذلك سيتم التركيز على تقسيم السماسرة في البورصة الأمريكية.

أ. السماسرة الوكلاء Commission Brokers.

يقوم السماسرة الوكلاء بالوساطة بين المستثمرين في القيم المنقولة وبائعي تلك الأوراق، حيث يقوم السمسار الوكيل بالعمل إما لحساب الغير، عادة بيوت السمسرة Brokerage House، أو العمل لحسابه الخاص.[2] ويطلق على السمسار الوكيل في الولايات المتحدة تسمية سمسار الخصم، خاصـة إذا اقتصرت مهامـه على البيع والشراء دون تقديـم خدمـات بيـوت السمسرة من توفيـر للمعلومات أو نصح وإرشاد للمستثمريـن في الأوراق الماليـة أو غيرهـا من خدمـات السمسـرة المختلفـة.

ب. سماسرة الصالة Floor Brokers.

تلجأ شركـات السمسـرة إلى سمـاسرة الصالـة لتنفيـذ الأوامر عندمـا تكـون لـديها ضغوط عمل كبيـرة وعندمـا تكون البورصـة في ذروة نشاطـها، ممـا يمكنـهـم من الحـد من اختـناقـات السـوق. ويدفع سماسـرة الصالـة رسوم العضويـة مـن أمـوالهم الخاصـة، ويطلق عليهـم أحياناً سماسـرة السماسـرة Brokers Brokers.[3] ويتمثـل المقابـل الـذي يتحصـل عليه سمسار الصالـة في العمولـة التي يتلقاهـا نظيـر الوساطـة التي يقوم بهـا.

جـ. تجار الصالة Floor Traders.

يقوم تجار الصالة ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص فقط، وهدفهم اغتنام فرص الربح من فروق أسعار الشراء والبيع لذا يطلق عليهم أحياناً بالمضاربين Speculators. ويدفع تجار الصالة رسـوم العضويـة في البورصـة من أموالهـم الخاصة.[4]

[1] محمد صالح الحناوي، **تحليل وتقييم الأسهم والسندات**، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1998)، ص. 20.
[2] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال**، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999)، ص. 113
[3] إيهاب الدسوقي، **المرجع السابق**، ص. 130
[4] محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، المرجع السابق، ص.ص 6-7

د. المتخصصون Specialists.

يهتم المتخصصـون بالتعامـل في ورقـة ماليـة محددة أو عدد منهـا، وإذا تخصص أي منهـم في ورقـة معينـة فلا يجوز لغيره أن يتعامـل فـي نفس الورقـة، لذلك يعتبـر المتخصص كمحتكـر للسـوق المتعامل بها، فهو الوحيـد الذي يحـق له الإطلاع على الأوامـر المحـددة لتلك الورقة المالية. ويجمع المتخصصون بين نشاط التجارة أي بيع وشراء الأوراق المالية لحاسبهـم الخاص، وبين نشاط السمسرة أي الوساطة بالشراء والبيع لحساب الغير مقابل عمولة.[1] وللمتخصص دور هام في البورصة فهو يساعد على استقرار الأسعار، فإذا زاد العرض عن الطلب بالنسبة للورقة المالية، يقوم المتخصصون بتخفيض هامش الربح لجذب المتعاملين والعكس صحيح.

هـ. تجار الطلبيات الصغيرة Dealers.

يقوم هؤلاء التجار بشراء القيم المنقولة لحسابهم الخاص، ويتم تحقيق الأرباح من فرق سعر الشراء وسعر البيع، ويتم عادة الاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لمجابهة متطلبات السوق. ويطلق عليهم أيضاً صناع السوق Market makers لتأثيرهم على العرض والطلب ومن ثم على الأسعار. ويقوم تجـار الأوراق الماليـة بتنفيذ أوامر العملاء التي تصل إليهـم من طـرف الوكلاء بالأسعار المسجلـة لديهم بيعـاً وشراءً، وقد يجمع بعض أعضاء البورصة بين صفـة التاجـر والسمسار.[2]

وما يمكن استخلاصه من هذا المبحث هو أن بورصة الأوراق المالية لها تنظيم يميزها عـن باقي الأسواق الأخرى، والبورصة هي سوق ثانوية منظمة يسهر على رقابتهـا وتنظيمهـا هيئـات متخصصة. ويتدخل في بورصة الأوراق الماليـة الأعـوان الاقتصـاديون فيـؤثرون ويتـأثرون بالبورصة، حيث تلعب الحكومات دورًا مزدوجًا يتمثل الأول في وضع الهيئات المسيرة والمنظمـة للسوق، فيما تستفيد من التمويلات الضرورية لمشاريعها الاستثمارية أو تغطية القصور الـذي قـد تواجهه في تغطية العجز الموازني، وهو الدور الثاني. وتعتبر المؤسسات من أهم المتـدخلين فـي البورصة لما لهذه الأخيرة من تأثير على نشاطها، فهي خيار تمويلي بالنسبة لها يضاف إلـى بـاقي الخيارات التمويلية كالاقتراض البنكي والتمويل الذاتي وغيرهما. ويحقق وسطاء البورصات تنفيـذ الصفقات سواءً لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم مقابل جني الأرباح من فرق الأسعار في الحالة الأولى، أو الحصول على عمولة في الحالة الثانية.

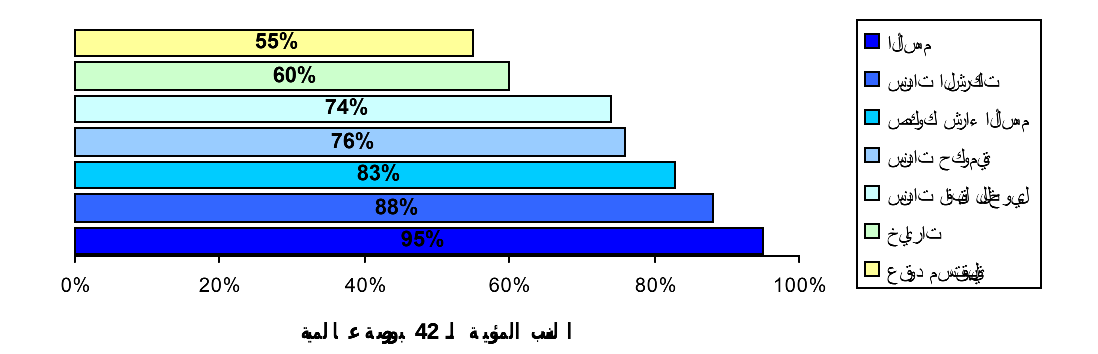
---

[1] إيهاب الدسوقي، المرجع السابق، ص. 131.
[2] محمد البنا، **أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعلمية**، (الإسكندرية: زهراء الشرق، 1996)، ص.34.

المبحث الثاني: القيم المنقولة المتداولة في البورصة.

تعتبر الأسهم والسندات أكثر الأوراق الماليـة تداولاً في البورصـة، إلا أنه في القـرن العشريـن ظهرت منتجات مالية جديدة أملتها التحولات المالية نتيجـة التقدم الكبيـر الذي عرفتـه تكنولوجيا المعلومـات. ويوضح الشكل 5 الاتجاهـات الحديثـة للتعامـل بالأوراق المالية في 42 بورصة عالميـة لسنة 2003، حيث يجـري تداول 95 % مـن الأسـهم المدرجـة فـي تلـك البورصـات. وعلى الرغم من الضمانـات والامتيـازات الكبيـرة التـي تقـدمها السنـدات الحكومية إلا أنها لم ترق إلى مستوى تداول سندات الشركـات، فقد كانت نسبة التداول في السنـد الأول 76 % بينما قاربـت نسبـة تداول السندات التي تصدرها الشركـات 90 %.[1] وبالنسبـة للأوراق الماليـة المبتكـرة، تحتل صكوك شراء الأسهـم WARRANT صدارة تلـك الأوراق حيث تشكل نسبـة تداولهـا 83 %، فيمـا يبقى تداول العقـود المستقبليـة منخفضًا حيث تمثـل نسبـة تداولـها 55 % بسبب الحداثة النسبية لهذا النـوع مـن الأوراق. ويمكـن تفصـيل هـذه المنتجات المالية على النحو الآتي:

الشكل 5: تطور تداول المنتجات المالية في البورصات العالمية



Source: World Federation of Exchanges, "Trading survey 2003", p.20**,** Web Site: http://www.worldexchanges.org/WFE/showdoc.asp?document_id=1554&document=..%2Fpublications%2FFinal+Trading+Survey+%2D+March+2003%2Epdf

I. أوراق الملكية.

تلجأ الشركات إلى إصدار أوراق الملكية Equities مقابل الحصول على رؤوس الأموال من طرف المساهمين، وقد يتم الحصول على أوراق الملكية عند تأسيس الشركة، أو عند رفع رأس

---

[1] **World Federation of Exchanges**, "Trading survey 2003", p.20, web Site: http://www.worldexchanges.org/WFE/showdoc.asp?document_id=1554&document=..%2Fpublications%2FFinal+Trading+Survey+%2D+March+2003%2Epdf

مالها، أو من سوق الأوراق المالية مباشرة (العروض العامة للبيع).[1] وتعتبر الأسهم العادية الورقة المالية الرئيسية المتداولة ضمن فئـة أوراق الملكية، ويرتبـط بالأسهـم العادية أوراق ملكيـة أخرى من بينها الأسهم الممتـازة، حقـوق الاكتتـاب وشهـادات الاستثمـار.

وتمثل شهادات الاستثمار Investment Certificate جزءًا من رأس المال الموجود لدى الشركة، أو جزء من الزيادة في رأسمالها، وشهادات الاستثمار هي حق مالي مماثل لباقي الأسهم العادية مع فرق في عدم الحق في التصويت. ويتم تداول شهادات الاستثمار بنفس القيمة الاسمية للأسهم، كما تتمتع هذه الشهادات بالحق في الاستفادة من التوزيعات المجانية –شهادات الاستثمار المجانية- كما يكون لصاحب شهادات الاستثمار الحق التفضيلي في الاكتتـاب في شهـادات الاستثمـار الجديدة.[2] أما حقوق الاكتتاب فهي أوراق مالية تمنح لمالكها الحق في الاكتتاب في الإصدارات الجديدة من الأسهم بكميات وأسعار وفترات محددة.[3] ونظراً لارتباط كل من شهادات الاستثمار وحقـوق الاكتتـاب بصورة مباشرة بالأسهم فإنـه سيتـم التركيـز على هذا النـوع من الأوراق.

1. الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

تمثل الأسهم أوراق ملكية لحصة من رأسمال الشركة، وتعتبر الأسهم العادية Common Stocks أكثر أوراق الملكية تداولاً. ويمنح امتلاك السهم العادي لصاحبه بعض الحقوق على الشركة صاحبة الإصدار تتمثل في حق التصويت في الجمعية العامة للشركة بحسب عدد الأسهم المملوكة وهو ما يسمح بالتعبير عن رؤية مالك الأسهم في تسيير الشركة. وفضلاً عن حق التصويت يستفيد مالك الأسهم من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها على المساهمين بحسب حصصهم من الأسهم. ويتم عادة تقسيم أرباح الشركة –بعد اقتطاع الضريبة- إما بتخصيص حصة للاحتياطيات أو أن توزع تلك الأرباح على المساهمين في شكل توزيعات Dividends، وفي حالة تصفية الشركة يتحصل المساهمـون علـى صافي الأصول المالية إن وجد.[4]

وبالإضافة إلى الأسهم العادية هناك نوع آخر من الأسهم يعرف بالأسهم الممتازة Preferred Stocks والتي تمثل هي الأخرى أوراق ملكية في الشركة، إلا أنها ذات امتياز مقارنة بالأسهم العادية يتمثل في الحق في تحصيل الأرباح الموزعة مع عدم الاستفادة من حق التصويت.[5] وإذا

---

[1] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, pp. 19-20.
[2] Alain GALESNE, **Le Financement de l'Entreprise** (I),(RENNES: Editions du Cerefia 1996/1999), p.348.
[3] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, p.21
[4] تأتي الأسهم العادية في المرتبة الأخيرة من حيث الأفضلية في تحصيل الأصول الصافية بعد كل من السندات والأسهم الممتازة عند تصفية الشركات.
[5] محسن أحمد الخضيري، المرجع السابق، ص. 60.

كانت الأرباح المقرر توزيعها غير كافية، يتم ترحيل الرصيد إلى السنتين الواليتين، أما إذا تجاوز هذا العجز في تسديد الأرباح ثلاث سنوات يتم حينها تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية باكتسابها حق التصويت واختفاء الامتياز الممنوح سابقا.[1]

2. بعض العمليات التي تتم على الأسهم.

تتعرض الشركات خلال مدة تواجدها على الساحة الاقتصادية إلى العديد من التغيرات، منها ما يؤثر بصفة مباشرة على درجة إقبال المستثمرين وبالتالي على قيمة الشركة في بورصة الأوراق المالية، خاصة القيم المتعلقة بالأسهم العادية، حيث تؤدي الاستراتيجيات المتبعة من طرف مجلس إدارة الشركة، بحسب أهدافهم المختلفة، إلى إجراء جملة من العمليات على الأسهم يمكن تلخيصها على النحو الآتي:

أ. اشتقاق الأسهم Stock Split.

تمثل عملية اشتقاق الأسهم مضاعفة لعدد الأسهم بتجزئة قيمتها، ويعود السبب الرئيسي للجوء الشركات إلى هذا النوع من العمليات إلى محاولة جعل السوق أكثر سيولة وفي متناول جمهور المدخرين الصغار.[2] فمثلاً إذا كانت قيمة سهم الشركة x هي 66 دولار في تاريخ محدد t، وعلى افتراض أنه في هذا التاريخ كان عدد الأسهم المطروحة في البورصة هو مليون 1.000.000 سهم، وقام مسيرو تلك الشركة بقسمة القيمة الاسمية للسهم إلى جزأين (2) لمضاعفة سيولة الورقة، يؤدي هذا الاشتقاق إلى تضاعف عدد الأسهم إلى مليوني (2) سهم.

ومن شأن هذا الإجراء أن يمنح الفرصة للمدخرين الصغار لاقتناء أسهم الشركة نتيجة انخفاض تسعيرتها في البورصة إلى النصف، مما يساهم في تنشيط تداول أسهم الشركة المعنية. غير أن هذه العملية لا تؤثر على تقييم الحافظة المالية للمستثمرين، حيث أن المستثمر الذي يمتلك 100 سهم من الشركة X يوم الاشتقاق بقيمة 66 دولار للسهم الواحد تكون الحافظة المالية لديه:

$66 \times 100 = 6.600$ دولار.

وبعد إجراء عملية الاشتقاق، تصبح أسهم المستثمر آلياً 200 سهم بقيمة 33 دولار وتبقى الحافظة بنفس القيمة:

$33 \times 200 = 6.600$ دولار.

---

[1] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية**، (الإسكندرية : منشأة المعارف، 1999)، ص. 23
[2] نفس المرجع، ص. 348

ولتحقيق التحليل الدقيق للسهم، يجب تعديل القيم التاريخية للسهم خلال الفترة السابقة للاشتقاق، وذلك بأن يتم في نفس يوم الاشتقاق تقسيم قيمـة الأسهـم على 2 لأنها في اليوم الموالي تصبح قيمتها في السوق 33 دولار.

ب. توزيع الأسهم المجانية.

للمؤسسة طرق عديدة لزيادة رأسمالهـا، من بينها إدماج الاحتياطـي في رأس المـال الاجتماعي مما يؤدي إلى توزيع أسهم مجانية للمساهمين.[1] ولفهم هذه الوضعية نعتمد على المثال التالي: نفترض أن رأس مال الشركة X هو 2 مليون دولار موزعة على 20.000 سهم، وأراد مسيرو تلك الشركة رفع رأس مالها بدمج 500.000 دولار من احتياطي الشركة ليصبح رأس مال الشركة 2.5 مليون دولار، مما يعني تحول الاحتياطي المضاف إلى 5.000 سهم مجاني بقيمـة 100 دولار لكل سهـم.[2] وفـي نفس الوقت، كان لمستثمر 40 سهماً بقيمـة 100 دولار من الشركة X، فما أثر هذه العملية على المستثمر وعلى الشركة X؟ يمثل الجدول التالي وضعية الشركة قبل وبعد رفع رأس مالها.

رأس مال الشركة X قبل وبعد زيادة رأس المال.

	قبل زيادة رأس المال	بعد زيادة رأس المال
رأس مال الشركة	2.000.000	2.500.000
عدد الأسهم	20.000	5.000 + 20.000

ينجم عن هذه الزيادة في رأس المال تلقى كل شريك يمتلك 4 أسهم قديمة سهماً إضافياً مجاناً، وفي حالة هذا المثال يتلقى المستثمر 10 أسهم إضافية مجاناً من الشركة (4/40)، لتصبح الحافظة المالية لهذا المستثمر تحتوي على 50 سهماً، وكما هو الحال في عملية اشتقاق السهم فإن ثروة المستثمر لن تتغير لأن القيمة السوقية للسهم تعدل آليًا بسب انخفاض عائدات السهم. وهناك استثناء في هذا التوزيع المجاني للأسهم الناجم عن زيادة رأس المال يتمثل في عدم امتلاك المستثمرين لعدد أسهم يتلاءم مع عملية التقسيم، كأن يكون للمستثمر السابق 42 سهماً وليس 40 قبل عملية زيادة رأس المال، في هذه الحالة يعطى للمستثمر مقابل السهمين الإضافيين الحق في التوزيع، ويتم تداول هذا الحق في البورصة كما يسمح للمستثمر في الحق بالاكتتاب وهذا من خلال إما التخلي عن هذين الحقين في البورصة، أو شراء حقين إضافيين للحصول على سهم إضافي جديد.[3]

[1] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, p. 60
[2] Société **abcbourse.com**, Op. Cit., Web Page: http://www.abcbourse.com/apprendre/comprendre/operations.html
[3] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, p. 68

II. أوراق الدين.

تمثل أوراق الدين مصدرًا آخر للتمويل، وأحد أبرز الأوراق الماليـة المتداولة في السوق المالي سواء تعلق الأمر بالأسواق المنظمة (البورصة) أو الأسواق غير المنظمة. وتشكل السندات الورقة المالية الرئيسية المنضوية تحت هذه الفئة، وتتميز أوراق الدين بثبات العائد المترتب عن الاستثمار فيها مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية. وبالرغم من وجود سندات ذات معدلات فائدة متحركة، إلا أن حساب هذه المعدلات يتم على أساس معدل الفائدة وقت الإصدار مما يجعلها تندرج ضمن فئة الأوراق ذات العوائد الثابتة.[1] ويمكن تفصيل أوراق الدين على النحو الآتي:

1. السندات.

تمثل السندات أوراق دين على الجهة المصدرة للسند سواء كانت هذه الجهات حكومية أو مؤسسات (عامة أو خاصة). وعلى عكس الأسهم التي يتم إنشاءها من شركات رأس المال، فإن السندات يمكن إصدارها من طرف هيئات ذات هياكل قانونية متنوعة:[2]

- الحكومات من خلال إصدارات الخزينة العامة؛
- الجماعات المحلية، المؤسسات العمومية، والهيئات شبه العمومية؛
- المؤسسات الخاصة.

ويضمن صاحب السند حصوله على فوائد منتظمة مع تحصيل أصل الدين عند انتهاء آجال الاستحقاق، وبعكس الأسهم التي ترتبط عوائدها بنتائج الشركة وسياسات التوزيع المقررة من قبل مجلس إدارة الشركة، فإن عوائد السند يتم تحديدها سلفًا في شروط الإصدار مما يجعلها ذات عوائد ثابتة. ويتضمن السند اسم الجهة المصدرة، معدل الفائدة أو أساس معدل الفائدة المتغير في سنة الإصدار، الفائدة أو الكوبون (Coupon) الذي يحمل الفائدة المدفوعة سنوياً، إلى جانب السعر الاسمي للسند.[3] وتتطور أسعار السندات وفقاً لتطور معدلات الفائدة فارتفاع هذه الأخيرة يؤدي إلى انخفاض أسعار السندات والعكس صحيح.

2. السندات الحكومية.

تهدف الخزينة العامة من خلال هذا النوع من الإصدارات إلى الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في ميزانيتها أو لمواجهة التضخم، وذلك باللجوء إلى جمهور المدخرين أو الجهاز المصرفي أو غيرهما من المؤسسات المالية. [4] ويتم تحديد العدد من السندات والأسعار المعروضة،

---

[1] عطية فياض، **سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي**، (القاهرة: دار النشر للجامعات، 1998)، ص.208.
[2] Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Op. cit., pp. 14-15
[3] مروان عطون، المرجع السابق، ص.66.
[4] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار...،** المرجع السابق، ص.ص. 29-30.

وفي حالة رغبة الخزينة إضافة موارد جديدة تقوم بطرح آجال استحقاق جديدة للإصدارات القديمة، حتى تتقارب قيمتها مع الإصدارات الجديدة، مما يجعل سندات الخزينة تختلف عن باقي السندات في كونها تعرّف بسنة الاستحقاق وليس بسنة الإصدار.[1] ولا يحق إصدار هذا النوع من السندات من طرف الخواص لكن بإمكانهم تداولها في البورصة.

3. أنواع أخرى من السندات.

بالإضافة إلى السندات التقليدية، ظهرت أنواع أخرى من السندات تتميز بمرونة أكبر فيما يتعلق بآجال الاستحقاق، معدلات الفائدة، والفائدة المدفوعـة. وحسب بعض الإحصائيات فإن عدد هذه السندات يتجاوز عددها الألف نوع.[2] لذلك سيتم التطرق إلى البعض منها فقط.

أ. سندات بدون كوبون Zero-Coupon Bonds.

تباع هذه السندات بأقل من القيمة الاسمية على أن يسترجع المستثمر القيمة الاسميـة عند تاريخ الاستحقاق، ويمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.[3] ويتمثل العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السنـد وبين القيمة الاسميـة أو سعر البيع، ولا يحصل المستثمر على الفوائـد إلا عند تاريخ الاستحقاق أو عند البيع، مما يعني أن هذا النوع من السندات لا يمنح فوائد دورية.

ب. سندات ذات معدلات فائدة متحركة Floating Rate Bonds.

ساهمت مرحلة التضخم التي ميزت عقد الثمانينات في ظهور هذا النوع من السندات، حيث كانت السياسة المتبعة لمعالجة آثار التضخم تتمثل في رفع معدلات الفائدة مما أدى إلى انخفاض القيمة السوقية للسندات.[4] لكن باستخدام سندات ذات معدلات فائدة متحركة يحقق المستثمر التغطية الضرورية ضد التضخم، حيث يتم تحديد معدل فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أو ثلاثة أشهر ويعاد النظر فيـه دوريـا بعدها حتى يتلاءم مع معدلات الفائـدة الجاريـة في السوق.

جـ. سندات الدخل.

ترتبط سندات الدخل بالنتائج التي تحققها الشركة، حيث لا يتم تحصيل الفوائد طالما لم تحقق الشركة أرباحًا، إلا إذا نص عقد الإصدار على حصول صاحب السند على الفوائد من سنة لا تحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة.[5] ويمكن أن يتم تحويل سندات الدخل إلى أسهم عادية.

---

[1] **Investir,** "Le Guide des Placements", Paris: MAXIMA, 2001, p. 137.
[2] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, P.15
[3] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أسواق المال**، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000)، ص.255.
[4] محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، وجلال العبد، **تحليل وتقييم الأوراق المالية**، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2002)، ص. 252
[5] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، المرجع السابق.

وتقع بعض الأوراق المالية بين أوراق الملكية وأوراق الدين حيث تعرف بالأوراق الهجينة Hybride، ويسمح هذا النوع من الأوراق بتحول القيم من وضعية الدين إلى وضعيـة الملكية.[1] ومن أمثله هذا النوع، الأوراق المالية القابلة للتحويل، حيث قد يتم تحويل الأسهم الممتازة والسندات إلى أسهم عادية حسبما تقتضيه ظروف السوق، ورغبة المستثمرين.

III. المشتقات المالية.

ظهرت هذه المنتجات المالية منذ السبعينيات من القرن العشرين، وأسهم التقدم التكنولوجي والتغيرات التي صاحبت المؤشرات المالية الرئيسية (معدلات الفائدة، أسعار الصرف، مؤشرات البورصة وغيرها) في ظهور هذه المبتكرات المالية، هذا فضلاً عن المخاطر المالية التي تلحق بالمؤسسات المالية والشركات الصناعية.[2] وتمثل المشتقات الماليـة عقوداً يتم إبرامهـا على أساس أصول ماليـة كالأسهم والسندات، أو أصول مادية كالمواد الأولية، أو أصول غير ماديـة كمؤشرات البورصـة. وقد بلغت قيمـة هذه العقود في الأسواق المشتقـة العالميـة Derivate Markets 6 بلايين دولار سنة 2002، وقد مثلت العقود التي تتخذ من مؤشرات الأسهم أساساً لإبرامها 47 % من إجمالي العقود.[3] وفيما يلـي عرض لأهـم هذه العقود:

1. العقود الآجلة Forward Contract

تعتبر العقود الآجلة من أقدم المنتجات المالية المبتكرة، وتمثل التزامًا ببيع أو شراء أصل ما في تاريخ لاحق وبسعر محدد سلفًا على أن يتم التسليم والتسديد في هذا التاريخ.[4] فإذا كان سعر الأصل المتفق عليه بين طرفي العقد في تاريخ التسليم مرتفعًا عن سعر العقد فإن المشتري يحقق مكاسب على حساب البائع، أما إذا انخفض هذا السعر فإن البائع هو من يحقق أربـاحاً على حسـاب المشتري.

2. العقود المستقبلية Future Contract

لا تختلف العقود المستقبلية عن العقود الآجلة فهي تحقق مكاسب لطرف في العقد على حساب الطرف الآخر، غير أن المخاطر الناجمة عن عدم القدرة على الوفاء بالالتزام بالعقد يمكن تجاوزها في العقود المستقبلية عن طريق إيداع هامش مبدئي Initial Marge كضمان لتنفيذ العقد مـع

[1] Bernard DELLETTANTE, Op. Cit., p.126
[2] Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Op. Cit. p. 253.
[3] **World Federation of Exchange**, "2002 IOMA Annual Survey", Paris, May 2003, pp. 6-8. Web Site: http://www.fibv.com/WFE/showdoc.asp?document_id=1699&document=..%2Fpublications%2F2002+IOMA+Market+Survey%2Epdf.
[4] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص. 473.

إمكانية تغيير هذا الهامش، كما أن العقود المستقبلية تتسم بالنمطية وبوجود غرف للمقاصة Clearing House وظيفتها السهر على تنفيذ هذه العقود.[1] حيث يتم إيداع هامش مبدئي من الطرفين المتعاقدين لضمان تنفيذ العقد المستقبلي، وتعتمد قيمة هذا الهامش المبدئي على تقلب أسعار أصل العقد في السوق وبالتالي درجة المخاطرة المترتبة عنه. ويؤدي ارتفاع العقد المستقبلي إلى تحقيق مشتري العقد للمكاسب الناجمة عن الفرق في السعر الأولي للعقد والسعـر الحالي وتضاف إلى الجانب الدائن للمشتري. أما إذا فقد العقد المستقبلي من قيمته فإن هذا الانخفاض يرحل إلى الجانب المدين في حساب المشتري مما يعني انخفاض هامش الضمان (الهامش المبدئي).[2] ويمكن إبراز أهم الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية في النقاط الآتية:

الجدول 2 : الفوارق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
1. يتم وضع بنود هذا العقد بالاتفاق بين المتعاملين. 2. عقود خاصة بين طرفي العقد. 3. لا يتحقق المكسب أو الخسارة إلا في تاريخ التسليم والتسديد. 4. تحديد الهامش المبدئي يكون مرة واحدة.	1. عبارة عن عقود نمطية. 2. تتحكم بيوت التسوية في تنفيذ العقد وتحديد هامش الضمان. 3. المكاسب والخسائر تتحقق فورياً. 4. يتم تكييف الهامش بحسب تغير أسعار الأصل.

المصـدر: محمد صالح الحنـاوي، **أسـاسيـات الاستثمـار فـي الأوراق الماليـة**، (الإسكندريـة: دار المعـارف، 1999)، ص. 473

3. عقود المبادلة Swaps

تعرف عقود المبادلة على أنها سلسلة من العقود اللاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية، وهو عقد ملزم لطرفي العقد كما أن المكاسب والخسائر لا يتم تسويتها يومياً.[3] ويعتبر عقد مبادلة أسعار الفائدة Interest Rate Swaps أبرز هذه العقود، ولتجنب مخاطـر تغير أسعار الفائدة يقوم الطرف الأول في العقد بدفع فائدة ثابتة على أن يتحصل على فوائـد متغيـرة خلال مدة العقد، فإذا كان معـدل الفائـدة المتغير (متوسط معدلات الفائدة المتغيرة)[4] أعـلى من معـدل الفائدة الثابتة يحقق المستثمر مكاسب على حساب الطرف المحرر للعقد والعكس صحيح. ولتوضيح آلية عمل عقد مبادلة أسعار الفائدة هذا مثال توضيحي:[5]

[1] Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Op. Cit. p. 257
[2] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار...** المرجع السابق، ص.ص. 693-694.
[3] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص. 385.
[4] يتم حساب هذا المتوسط عادة على أساس LIBOR (London Inter – Bank Offering Rate) وهو معدل الفائدة للقروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.
[5] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص. 393.

وقعت شركة x اتفاق مع أحد البنوك للحصـول على قرض قصيـر الأجل بـمليون دولار (1) يجدد دورياً ويخضع لمعدل فائدة متغير، على أن تقوم الشركة x باستثمار هذا القرض والذي يُتوقع أن يدر عوائد ثابتة بـنسبة 9 %. إن المخاطر التي تتعرض لها الشركة x تكون إذا ارتفعت معدلات الفائدة على القروض (يلاحظ أنها معدلات متغيرة)، ولتجاوز هذه المخاطر تستطيع الشركـة x أن تبرم عقد مبادلة معدلات الفائدة الثابتة بمعدلات فائدة متغيرة مع مؤسسة مالية y بمعدل فائدة ثابت 9.5 % ويتم التسديد شهرياً خلال السنـة.

فإذا كان معـدل الفائـدة السائـد فـي أول شهـر بعـد العقـد هو 10 % تكون الشركـة ملزمة بدفع مبلـغ 4166 دولار للمؤسسـة الماليـة y، ويتم حساب المبلغ المدفوع كما يلي:

المدفوعات = (معدل الفائدة المتغير– معدل الفائدة الثابت) × (30 يوم/السنة التجارية× قيمة العقد.

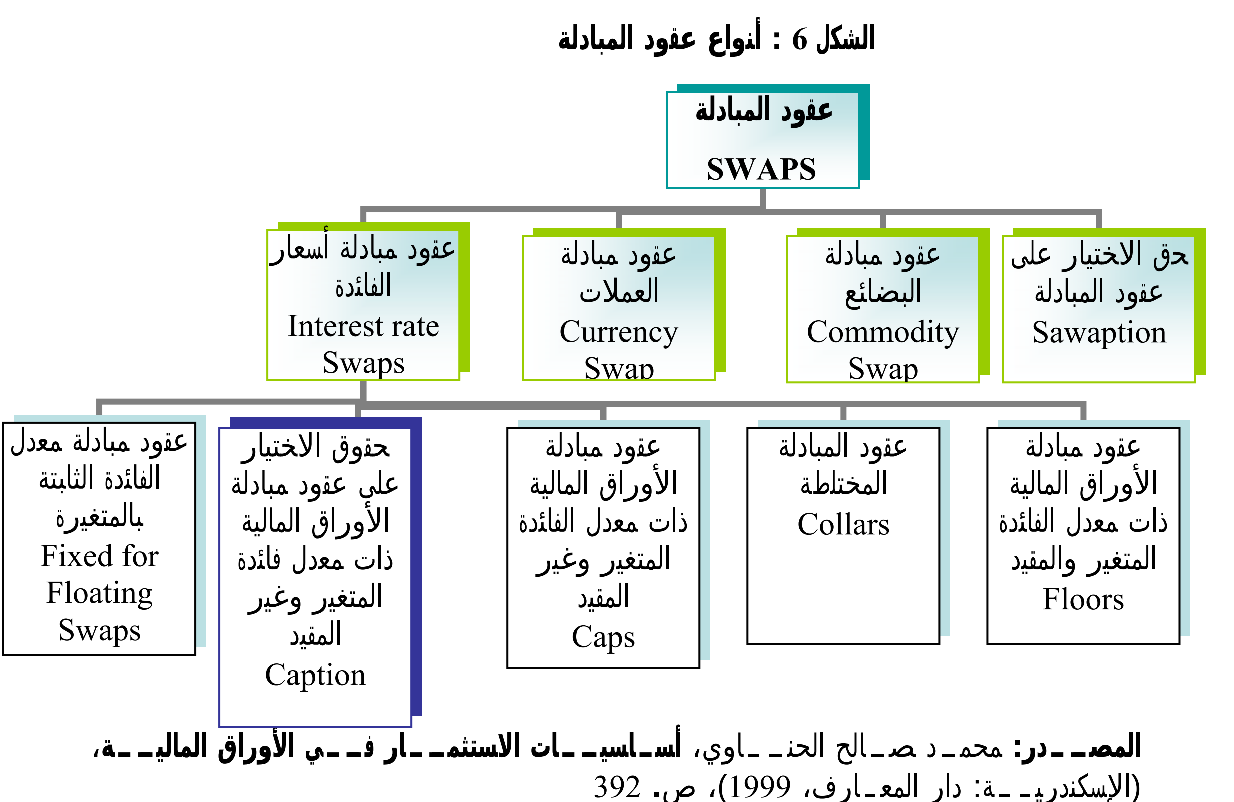
المدفوعات = (0.10 – 0.095) × (360/30) × 1 مليون دولار = 4166 دولار.

أما إذا شهـدت معدلات الفائـدة المتغيرة انخفـاضًا لنفس الشهـر لتبلغ نسبة 9 % يصبـح المبلغ المدفوع:

المدفوعات = (0.09 – 0.095) × (360/30) × 1 مليون دولار = - 4166 دولار. وبمـا أن المدفوعات هي بالسالب فإن المؤسسـة الماليـة y هي من تقوم بالدفع لصالح الشـركة x.

وهناك أنوع أخرى من عقود المبادلة يوضحها الشكل 6:

الشكل 6 : أنواع عقود المبادلة



المصـدر: محمـد صـالح الحنـاوي، **أساسيـات الاستثمـار فـي الأوراق الماليـة**، (الإسكندريـة: دار المعـارف، 1999)، ص. 392

4. عقود الاختيار Options.

إن العقود التي تمت الإشارة إليها إلى حد الآن تتسم بصفة الإلزامية في تنفيذها، أما عقود الاختيار فتمنح لصاحبها الحق دون الإلزامية لتنفيذ بيع أو شراء أصل ما والذي قد يكون معدل فائدة، سعر صرف، مادة أولية، أسهم أو أصل غير مادي كمؤشرات البورصة. وتعتبر بورصة كوريا Korea Stock Exchange أنشط بورصة في العالم من حيث إبرام عقود الاختيار، حيث بلغت قيمة تلك العقود سنة 2002 بليونين (2) دولار.[1] وينقسم عقد الاختيار إلى:

حق اختيار البيع Put Option والذي يسمح للمستثمر ببيع عدد من الأوراق المالية بسعر وتاريخ محددين نظير مبلغ يدفع لمحرر حق اختيار البيع، والغرض من هذا الحق هو الحماية من مخاطر فقدان الاستثمارات لقيمتها السوقية، فتنفيذ هذا العقد يتم بالسعر المتفق عليه في البداية حتى وإن انخفضت القيمة السوقية له تاريخ التسوية.[2] وتختلف أهداف كل من المستثمر الذي قام بشراء حق اختيار البيع ومحرر العقد، فالطرف الأول يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية مستقبلاً، بينما يتطلع المحرر إلى ارتفاع تلك الأسعار.

أما حق اختيار الشراء Call Option فيتيح للمستثمر الذي قام بشراء حق الاختيار بشراء عدد من الأوراق المالية بسعر وتاريخ محددين مقابل دفع مكافأة لمحرر حق الاختيار، ويحمي المستثمر نفسه بموجب حق اختيار الشراء من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية التي يتطلع لشرائها، فالمبلغ المسدد نظير الحصول على عدد معين من الأوراق المالية لن يتغير حتى وإن ارتفعت أسعار تلك الأوراق تاريخ التسديد.[3] مما يجعل من أهداف المستثمـر والمحرر مختلفـة، فالمستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأوراق الماليـة مستقبلاً، بينمـا يرغب المحـرر في انخفاض تلك الأسعار.

5. صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة Warrant

تشبه هذه الصكوك في جوهرها حق اختيار الشراء، فهي تعطي لمالك هذه الصكوك الحق في شراء عدداً من أسهم الشركة في المستقبل بسعر محدد سلفاً مع اختلاف بين الورقتين في كون الصـك المذكور تصدره الشركة، بينما حق اختيار الشراء قد يتم تحريره من طـرف ثالث لا صلة لـه بالشركة.[4] ولا يملك حامل هذا الصك الحق في التصويت ولا الحق في الأربـاح الموزعة.

---

[1] **World Federation of Exchange**, "2002 IOMA Annual …", Op. Cit, p.15.

[2] منير إبراهيم هندي، **سلسلة الفكر الحديث في مجال الإدارة المالية (1): الفكر الحديث في مجال الاستثمار**، (الإسكندرية: منشأة المعارف، 1999)، ص ص 585-587.

[3] طارق محمود عبد السلام محمد، **صناديق التمويل العربية: الأداء والطموحات**، (جامعة حلوان، 2000)، ص. 320

[4] محمود صبح، المرجع السابق، ص. 29

وكخلاصة لهذا المبحث فإن بورصة الأوراق المالية تتميز بتنوع المنتجات المالية المتداولة فيها، غير أن أبرز تلك الأوراق هي الأسهم العادية لارتباطها الوثيق بنشاط الشركة، وبما أن الشركات المدرجة في البورصات المختلفة تمثل صفوة الشركات في كل بلد فإن أداء أسهم تلك الشركات في البورصة يعكس أداء الاقتصاد ككل. أما السندات فهي خيار آخر من خيارات التمويل يمكن إصداره من طرف، بالإضافة إلى الشركات، كل من الحكومات والهيئات شبه الحكومية، وتقدم السندات ضمانات أكبر مقارنة بالأسهم للعوائد الثابتة المترتبة عنها. وأدت المخاطر المصاحبة للسندات والأسهم إلى ابتكار منتجات مالية جديدة بداية السبعينيات من القرن العشرين الغرض منها تحقيق ضمانات أكبر للمستثمرين، فهي تتخذ من الأصول المادية والمالية، فضلاً عن مؤشرات الاقتصاد المختلفة، أساسًا لها.

المبحث الثالث: آليات التعامل والتسعير في البورصة.

إن إدراج الأوراق المالية لأول مرة في البورصة يعتبر حدثاً مهماً بالنسبة للجهة المصدرة، حيث يترتب عن هذا الإصدار تحقيق موارد تمويلية جديدة. أما بالنسبة للمستثمرين في الأوراق المالية فتمثل الإصدارات الجديدة فرصة لتنويع الحافظة المالية لديهم لمجابهة المخاطر المترتبة عن تقلبات الأسعار. ويخضع تداول الأوراق المالية في البورصات لآليات وطرق تسعير تختلف باختلاف نمط التداول في البورصة، كما أن الأوامر الواردة إلى سوق الأوراق المالية تختلف باختلاف درجة سيولة البورصة وهدف سماسرة السوق. وهي العناصر التي سيهتم هذا المبحث بتفصيلها.

I. إصدار وتداول الأوراق المالية.

تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية بمساعدة من المؤسسات المالية، وخاصة بنوك الاستثمار، ويعتبر إدراج القيم الجديدة في البورصة حدثاً استثنائيًا للشركات المعنية، خاصة إذا تعلق الأمر بالأسهم، حيث يتم إدراجها في البورصة عادة مرة واحدة طوال تاريخ الشركة المصدرة، مع استثناء إعادة الإدراج بعد الشطب، كأن تكون تلك الأسهم لشركات عمومية تعرضت لعملية الخصخصة فيتم إعادة إدراجها من جديد.[1] في حين أن إدراج السندات في البورصة ليس على نفس القدر من الاستثناء بما أن السندات يتم إصدارها من قبل الشركات بشكل منتظم بحسب درجة احتياجات الشركة التمويلية. ولن تتدخل البورصة في عملية إصدار الأوراق المالية الجديدة إلا في إطار مهامها المتمثلة في حماية المستثمر، حيث تطالب البورصة الشركة المصدرة ببعض

[1] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, p. 48

الإجراءات القانونية تخص الشركات التي ترغب في الاستدعاء العام للادخار مثل الطبيعة القانونيـة للشركة والحد الأدنى من رأس المال، علاوة على إلزام تلك الشركات على النشر الدوري لحساباتها.[1]

ويتم اللجوء إلى طرح الأسهم للاكتتاب العام لأول مرة من طرف بنوك الاستثمار التي تعمل على تحديد السعر المقترح على جمهور المدخرين، وفي حالة ارتفاع الطلـب عـن عـدد الأسـهم المطروحة يتم اللجوء إلى رفع سعر السهم حتى يتحقق التوافق بين الأسـهم المعروضـة وطلبـات المدخرين.[2] وفضلاً عن العرض العام، هناك العرض الخاص الذي يخـص متعـاملين اقتصـاديين محددين ويتعلق الأمر بالسنـدات الحكوميـة بشكل خـاص حيـث لا يكـون بمقـدور عمـ ـوم المدخـرين اقتناء هذا النـوع من الأوراق بل يقتصر الأمر على هيئـ ـات حكوميـة يحددهـ ـا مصـدري تلك الأوراق.[3]

وبعد إدراج الأوراق المالية المصدرة حديثًا في البورصة يصبح تداولها في السوق الثـانوي، غير أن التطور الذي يتعلق بحياة الشركات يجبرها في بعض الأحيان إلـى اللجـوء إلـى عمـوم المدخرين من خلال العروض العامة حيث تشكل هذه العروض فترة حساسة في تـاريخ الشـركات ومرحلة أساسية من مراحل تطورها، فالعروض العامة تمثل تغيرًا عميقًا في هيكل الشركات وتؤثر على أسعار قيمها المالية في البورصة. ويشمل مفهوم العروض العامة للادخـار علـ ـى عمليـات متنوعة يتميز كل منها بمميزاته الخاصة ويتم اللجوء لأي منها استناداً لمبادرات مختلفـة. ويقتـرح صاحب العرض العام على جميع مساهمي الشركة المعنية إعادة شراء أو مبادلة أسهمهم فـي ظـل شروط معينة، ويجب أن تطبق هذه الشروط على جميع المدخرين دون استثناء.

1. العرض العام للشراء Offre Publique d'Achat.

تقوم الشركة صاحبة هذا العرض بطرح عرضها على جميع مساهمي شركة أخـرى، حيـث يتم لهذا الغرض اقتراح أسعار للشراء تكون عادة أعلى من آخر سعر مسجل في البورصـة لسـهم الشركة المراد شراءها.[4] وكمثال عن عملية العرض العام للشراء، نفترض أن الشـركة x قـررت الاستحواذ على الشركة y التي كان سعر سهمها بتاريخ 15 مايو 2000 هو 108 دولار. إن تحقيق الشركة x لعملية شراء أسهم الشركة y يتطلب من مسيريها طرح عرض أكبر من سعر السوق كأن يكون سعر العرض في اليوم الموالي لآخر تسعير هو 132 دولار للسهم الواحد بتـاريخ 16 مـايو

[1] Pierre LAMY, Les Bourses des Valeurs, p.5.

[2] مجـدي محمـود شهـاب، المرجع السابق، ص.155.

[3] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية ...**، المرجع السابق، ص.50.

[4] **Société abcbourse.com**, Op. Cit., web Page: http://www.abcbourse.com/apprendre/comprendre/offrespublics1.html

2000. من شأن هذا العرض أن يحقق لمساهمي الشركة y ربحًا فوريًا بنسبة 22% مقابل آخر تسعير، ويتم عرض الشراء بطريقتين:

إما تسليم الأسهم للمشتري، مما يعني قبول عرض الشراء المقترح؛ أو الحفاظ على الأسهم مما يعني عدم قبول العرض، والذي قد يفسر بعدم ملائمة السعر المقترح، أو توقع مزايدة على الأسعار، أو لتأثيرات خاصة بالمستثمر تجعله يحجم عن بيع أوراقه المالية.[1] إلا أن عملية الشراء تتم في جميع الأحوال كون الشركة صاحبة العرض قد تقوم بعرض سحب الأوراق المالية وبنفس سعر الشراء ولن يكون أمام أصحاب الأسهم القدامى خيار سوى تقديم أسهمهم. والهدف من هذه العملية بالنسبة للشركة صاحبة العرض هو الاندماج أو الاستحواذ على شركة أخرى بغية توسيع نشاطاتها أو توسيع السوق أو أي هدف استراتيجي آخر.

2. العرض العام للمبادلة Offre Publique d'Echange

وهي طريقة بديلة لعرض الشراء، حيث تسمح هذه العملية بعدم دفع الأموال للاستحواذ على شركة أخرى، ولكن تتم عملية الدفع عن طريق الأوراق المالية. وكمثال لهذه العملية، نفترض أن سعر سهم الشركة x بلغ 36 دولار بداية شهر مارس، وقررت هذه الشركة شراء أسهم الشركة y والتي كان سعر سهمها في البورصة 112 دولار لنفس اليوم. ولتحقيق عملية المبادلة تقدمت الشركة x بعرض عام لمبادلة أربعة أسهم من أسهم الشركة x مقبل كل سهم من أسهم الشركة y مما يعني مبادلة مساهمي الشركة y للسهم الذي قيمته حاليًا 112 دولار بأربعة أسهم من أسهم الشركة x قيمة كل منها 36 دولار، أي ما يعادل 144 دولار. تسمح هذه العملية لمساهمي الشركة y بتحقيق ربح بنسبة 28.5 % مقارنة بآخر تسعير. وبمجرد افتتاح العروض، تعدل قيمة سهم الشركة y بحسب شروط العرض، فينتقل السعر من 112 دولار إلى 144 دولار. و يتطور سعر سهم الشركة y طيلة مدة العرض وفق أسعار أسهم الشركة x نتيجة العلاقة الثابتة بين السهمين في عرض المبادلة العام (4/1) في هذه الحالة. وتشبه هذه العملية العرض العام للشراء، مع فرق في كون شراء الأسهم يتم بأسهم الشركة العارضة.

3. العرض العام للسحب Offre Publique de Retrait.

يهدف العرض العام للسحب إلى إلغاء سهم ما من التداول في البورصة، وتتم عادة عقب عملية العرض العام للشراء أو العرض العام للمبادلة وبالتالي التخلص من الأوراق التي لم يتم تسويتها في العمليتين. وتتم هذه العملية وفق شروط محددة

[1] Ibid.

تتمثل في نسبـة الأوراق المتبقيـة في البورصـة والتي يجب أن تكـون أقـل مـن 5 % مـع مصادقـة 95 % من المساهميـن حتى تتم عمليـة السحب.[1] ويكـون السعـر المقتـرح علـى الأسهـم المتبقيـة عـادة مساوياً لسعـر عمليـة العرض العـام للشـراء أو العـرض العـام للمبادلة المقترح.

4. العرض العام لإعادة شراء الأسهم.Offre Publique de Rachat

يتم اللجـوء إلى هذا الإجراء من طرف مسيـري الشركـات في حالـة وجـود سيولـة غير مستخدمـة، حيث تقوم الشركـة باقتراح على مساهميـها إعـادة شـراء جـزء مـن أسهمهـم، وتسمـح هذه العمليـة بإعـادة تقييـم أسعـار أسهـم الشركـة فـي البورصـة. وكمثـال لهـذه العمليـة، نفتـرض أن شركـة تقتـرح علـى مساهميـها إعـادة شـراء 5 % من الأسهـم المتداولـة عن طريـق عرض عام لإعادة شـراء الأسهم على النحـو الآتـي:[2]

العرض العام لإعادة الشراء.

	قبل عملية إعادة شراء الأسهم	بعد عملية إعادة شراء الأسهم	
عدد الأسهم	1.000.000		950.000
الربح الصافي للمنشأة	5.000.000		5.000.000
الربح عن كل سهم	5 دولارات		5.26 دولار

تؤدي إعادة شراء 5 % إلى إعادة تقدير الأرباح الصافية المرتبطة بكل سـهم، فالربحيـة الكبيرة لكل سهم، تجعل من الأسواق المالية تعيد تقييم سهم هذه المشركة. كما أن تفكير المستثمرين يتجه إلى أن الشركة ليس لها مشاريع تريد تمويلها عند استخدام السيولة المتاحة لديها فـي عمليـة إعادة شراء الأسهم، مما يؤثر على أسعارها.

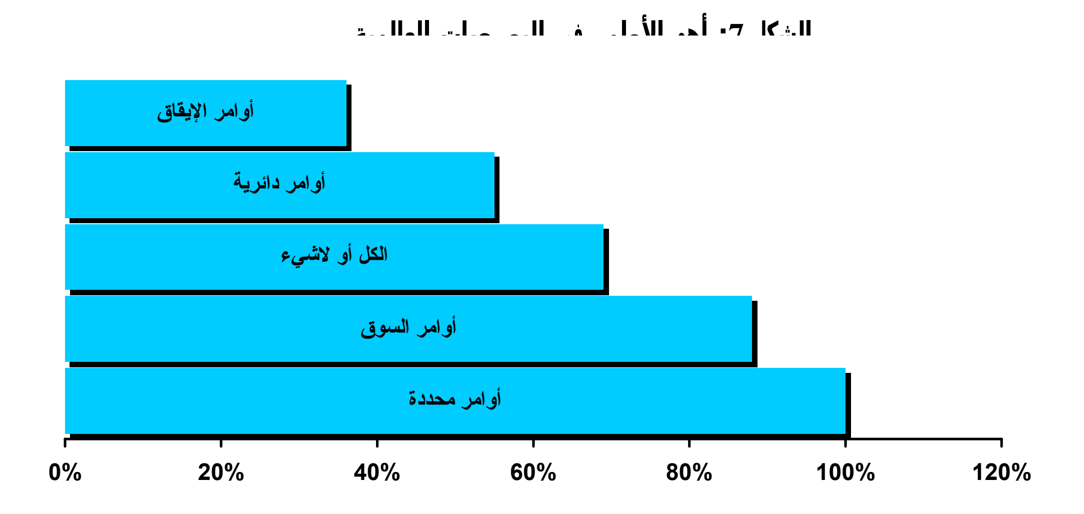
II. أنواع الأوامر في البورصة.

تختلف طبيعة التعاملات في البورصة بحسب طرق التداول، ويتم استخدام إحدى طريقتين في البورصات العالمية، تتمثل الأولى في السوق المسير بالأسعار حيث يتم نشر أسعار البيع والشراء المقترحة من السماسرة، أما الطريقة الثانية فهي تجميع لأوامر البيع والشراء واستخلاص منها سعر توازني للأوراق المالية. ويختلف حجم الأوامر بين أوامر كسرية Round Lots يكون عدد الأوامر فيها من مضاعفـات 100 سهم، وأوامر غير كسرية Odd Lots يكون عدد الأوامر فيها أقل من

[1] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, p. 50
[2] **Société abcbourse.com**, Op. Cit., web Page: http://www.abcbourse.com/apprendre/comprendre/offrespublics3.html

100 سهم.[1] وتشير إحصائيات الاتحاد الدولي لبورصات القيم لسنة 2002 بأن الأوامر المحددة تشكل أهم الأوامر التي يلجأ إليها السماسـرة لتنفيذ تعاملات زبائنهم مثلـما يوضحه الشكـل 7.

الشكل 7: أهم الأوامر في البورصات العالمية



Source: **World Federation of Exchanges**, "Trading survey 2003", p.32**,** Web Site: http://www.worldexchanges.org/WFE/showdoc.asp?document_id=1554&document=..%2Fpublications%2FFinal+Trading+Survey+%2D+March+2003%2Epdf

1. أوامر السوق Order-driven market.

وهي آلية يتم من خلالها تجميع أوامر البيع والشراء في نظام موحد، ويحدد العرض والطلب السعر التوازني للورقة المالية. وما يميز طريقة أوامر السوق هو تأكد المستثمر من تنفيذ أوامره غير أن ما يعاب عليها هو عدم التأكد من الأسعار التي قد ينفذ بها الأمر.[2] ويستخدم هذا النوع من الأوامر خاصة في البورصات التي تعتمد على التسعير المستمر، ومن بين البورصات العالمية التي تتخذ هذا النظام كآلية لها نجد بورصات نيويورك، طوكيو وباريس. ويتم تزويد البورصة بالأوامر إما عن طريق المناداة أو عن طريق تجميع الأوامر في نظام آلي.[3] فحسب تقنية المناداة marché à la criée يتم تمرير الأوامر من طرف السماسرة في مكان محدد في البورصة يعرف بصالة التداول.[4] وقد أدى التطور التكنولوجي إلى تطور التقنية الثانية والمتمثلة في النظام الآلي Marché

[1] منير إبراهيم هندي، **الأوراق المالية ...،** المرجع السابق، ص ص. 33-34.
[2] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص. 23

[3] Pierre LAMY, Les Bourses des Valeurs, Op. Cit., p.20
[4] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, p.23

automatisé حيث يتم التسعيـر آليًا وفق هذا النظام وذلك عن طريق تزويد هذا النظـام بأوامر السماسرة على أن تصنف بحسب أسعارها وعددها ليتكفل النظام الآلي بتحديد السعر التوازني.[1]

2. أوامر المحددة للسعر Limit Orders .

يتلاءم هذا الأمر مع السعر، ويحد هذا الأمر من المخاطر المترتبة عن التقلبات الحادة ويمنح ضمانًا أكبر، كما أنه الأمر الأكثر استخدامًا. غير أن الصعوبة التي تعترض هذا النوع من الأوامر هو إمكانية عدم تنفيذه حيث قد لا يتم بلوغ السعر المحدد أو أن يتم تنفيذ الأمر ولكن بشكل جزئي.[2]

وكمثال حول هذه الطريقة نفترض أنه تم تمرير أمر شراء سهم ما بسعر 42 دولار، فما دام سعر السهم متجاوزًا لسعر 42 دولار فلن يتم تنفيذ أمر الشراء، إلى أن يبلغ سعر السهم قيمـة الأمر أو أقل منها، وتمنح في هذا النوع من الأوامر أفضلية للأوامر القديمة مقارنة بغيرها من الأوامر.

3. الأوامر الخاصة.

يتفرع عن الأوامر المحددة للسعر وأوامر السوق أنواع خاصة من الأوامـر يمكـن إبـراز بعضها على النحو الآتي:

أ - أوامر الأفضل وأوامر لكل الأسعار.

تعتبر أوامر الأفضل الأوامر الأقل أمانًا لارتباطها بالأوراق المالية الأقل سيولة، كما أنها لا تتضمن تحديدًا للسعر، ويتم تنفيذ هذا الأمر لأفضل أسعار العرض أو الطلب في السوق، أي أنه لا يقدم أي ضمان حول السعر، حيث لا يتم تحديد سعر الأمر.[3]

أما أوامر لكل الأسعار فتشابه أوامر الأفضل حيث لا يتم تحديد السعر، غير أن ميزتها أنها ذات أولوية عن باقي الأوامر، ويتم استخدامها لتداول القيم في السوق التي تتميز بالسيولة المرتفعة. والشيء الأكيد في هذا النوع من الأوامر هو بيع أو شراء الأوراق المالية لكن مع خطر أن يتم الشراء بأسعار مرتفعة أو البيع بأسعار منخفضة.

ب - أوامر الإيقاف Stop Orders.

تعمل هذه الأوامر عكس الأوامر المحددة، أي أنه لا يتم اعتماد الأمر إلا إذا تخطى السعر المحدد، ولن يتم تنفيذ أمر الشراء إلا إذا تجاوز سعر الورقة الحد الأعلى، ويتم استخدام هذا النوع من الأوامر خاصة من قبل المحللين الفنيين. وتختلف أوامر الإيقاف حسب حالة الشراء أو البيع،

---

[1] Pierre LAMY, Les Bourses des Valeurs, Op. Cit.

[2] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص.ص. 23-24

[3] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op. Cit.

وكمثال حول أمر الإيقاف في حالة الشراء نفترض أن التحليل الفني لورقة مالية ما أظهر أنه في حالة تجاوزها لقيمة 100 دولار فإن تداولها يكون بشكل كبير، فإذا بلغ السعـر 98 دولار يتم في هذا الوقت تمرير أمر بالشراء مباشرة بعد تجاوز الورقة المالية قيمة 100 دولار. أما بالنسبة للبيع، وبالاعتماد على نفس المثال، مع الفرق في توقع ارتفاع البيع عند تجاوز قيمة الورقة المالية لسعر 100 دولار وبالتالي ارتفاع عرض هذه الورقة في السوق، فإن المستثمر الذي يتحصل على أسهم بقيمة 100 دولار في ظل هذا التوقع السائد يحاول تقليل الخسائر إلى أدنى حد ممكن على أن يرى أوراقه المالية تنهار أسعارها بشكل حاد. فيتم تحديد هامش الخسارة بـ 5 % أي 95 دولار للسهم. فإذا لم ترتفع أسعار الأسهم وبلغت 95 دولار يتم التخاص منها، بحيث يكون الأمر إذا لم تنخفض أسعار الأسهم إلى 95 دولار لا يتم تنفيذ الأمر.[1]

وقد يقوم المستثمر بإتباع إستراتيجية وقائية، فبالعودة إلى المثال الأول نفترض أن أسعار الأوراق المالية التي تم شراءها بـ 100 دولار أصبحت قيمتها في السوق 130 دولار، فمن المؤسف لصاحبها أن تعاود الانخفاض بشكل حاد دون جني الأرباح، يتم في هذه الحالة تمرير أمر بالبيع عند قيمة 125 دولار للحماية من الانهيار الحاد للأسعار، فإذا انخفضت قيمـة الأسهم عن 130 دولار فإنه بمجرد أن تبلغ قيمتها 125 دولار يتم بيعها عن طريق هذا الأمر وبالتالي الاستفادة من فائض القيمة. ويتغير هذا الأمر كلما ارتفعت الأسعار في السوق، فقد تبلغ قيمة الأوراق المالية 140 دولار في هذا الحالـة يلغى الأمر الأول ويتم تمريـر أمر ثانـي في حـدود 135 دولار مثلاً. تسمح هذه التقنيـة بالاستفـادة بأكبر قدر ممكن من حركة تقلبات الأسعار، مع عدم البيع المتسرع أو المتأخر.[2]

ج - أوامر الكل أو لاشيء All or Nothing Orders.

الغرض من هذه الأوامر هو عدم تجزئتها، فيتم تنفيذ الأمر بشكل كامل أو لا يتم تنفيذه، كما يمكن وضع حدود لهذا السعر. ويتم في هذه الحالة تنفيذ الأمر كلياً بالسعر وبعدد الأوراق المطلوبة أو لا ينفذ تمامًا.[3] ويسمح هذا النوع من الأوامر بتفادي التكاليف المرتفعة للسمسار الناجمة عن تجزئة الأمر، وبالتالـي فإنـه قد يتم بقاء الأمر لعـدة أيام أو أسابيـع دون تنفيذه لبعض القيم الأقل سيولة.

---

[1] **Société abcbourse.com**, Op. Cit., Page Web: www.abcbourse.com/apprrendre/comprendre/ordres/html
[2] Ibid.
[3] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, p.28

III. طرق التسعير وعمليات التسوية الآجلة في البورصة.

تختلف طريقة تسعير الأوراق المالية في البورصة بحسب سيولتها (الطلب والعرض عليها)، أما تسوية التعاملات فتتم بشكل فوري أو بصورة آجلة، وفيما يلي عرضٌ لهاتين النقطتين:

1. التسعير الثابت والتسعير المستمر

يتم تطبيق تقنية التسعير الثابت fixing Auctions في الحالة التي تكون فيها الأوراق المالية ذات سيولة قليلة حيث يتم تداول الأسهم بحسب هذه التقنية مرة أو مرتين في اليـوم عن طريق تجميع أوامر البيع والشراء الموجودة في دفتر الأوامر Order Books خلال الجلسة على أن يتم التداول في ساعات التسعير الثابت. أما إذا كانت تلك الأوراق ذات سيولة مرتفعة فالتقنية المناسبة هي التسعير المستمر Continuous auctions فيتم تداول الأوراق المالية فيها على مدار اليوم.[1] ويتم وفق هذه الآلية تجميع أوامر البيع والشراء قبل افتتاح جلسة التداول في النظام الآلي للبورصة والذي يقوم بحساب سعر افتتاح نظري بحسب العرض والطلب على الأوراق المالية، ولا يتم في هذه الفترة التداول. وعند افتتاح جلسة التداول يتم التعامل خلال الجلسة ما دامت أوامر البيع والشراء تفد إلى البورصة، وقبل إقفال الجلسة بدقائق يتم تجميع الأوامر على أن لا يتم تداول أي منها، يتم بعد ذلك تحديد سعر نظري للإقفال بحسب أوامر البيع وأوامر الشراء. وعند انتهاء جلسة التداول يتم تحقيق التعاملات بسعر الإقفال، أما التعاملات التي لم تتم فترحل إلى جلسة اليوم الموالي ما لم تنتهي مدة صلاحية الأوامر، وتدرج في دفتر أوامر الافتتاح لليوم الموالي.[2]

ويمكن للجنة القائمة على إدارة البورصة أن تقـوم بوقف التداول مؤقتاً إذا ما رأت تقلبات حادة في الأسعار. ويسمح هذا الإجراء بإعادة التوازن للسوق، حيث يؤدي وصول أوامر جديدة في الدفتر دون تنفيذها إلى بلوغ سعر توازني مقبول، أي دخول تلك الأسعار ضمن حيز التقلبات المسموح بها من طرف إدارة البورصة.[3] وعلى الرغم من سهولة إيقاف تسعير قيمة ورقة مالية ما من قبل إدارة البورصـة إلا أن ذلك لن يكون بشكل آلـي، فبعض الظـروف الطارئـة قد تغير من تلك القواعد.

---

[1] Jack GLEN, "International Comparison of Stock Trading Practices", **World Bank**, Working Papers unpublished, February 1995, p.8

[2] **Société abcbourse.com**, Op. Cit., web Page: http://www.abcbourse.com/apprendre/comprendre/cotation.html

[3] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص.28

2. التسوية الآجلة.

يتم تنفيذ الصفقات في البورصة إما عن طريق التسديد الفوري كما سبقت الإشارة إليه في المبحث الأول، أو عن طريق التسديد الآجل حيث تسمح هذه الطريقة باستفادة المستثمر من العديد من الميزات يمكن إبرازها فيما يأتي:

أ . آلية القرض.

تعتبر البورصة الفرنسية من بين البورصات التي تعتمد على هذه الآلية، حيث لا يتم تنفيذ الصفقات من دفع للمشتريات وتحصيل للمبيعات وفق نظام التسوية الآجلة إلا بعد نهاية شهر التعامل، وبعبارة أخرى، يمكن شراء أو بيع نفس السهم خلال الشهر دون عملية التسديد أو التحصيل، ويتم الاستلام إذا كان سعر البيع أعلى من سعر الشراء، والدفع إذا كان سعر الشراء أعلى من سعر البيع. ويمثل الفرق بين تاريخ الشراء وتاريخ البيع قرضاً للمستثمر لعدم دفع قيم الأوراق تاريخ الشراء، حيث إذا كانت هناك رغبة حقيقية في شراء الأوراق لن يتم الدفع إلا في نهاية الشهر. وهو ما ينطبق على عملية البيع أي أن التحصيل لن يتم إلا في نهاية الشهر، وتحسب كلفة هذا القرض من قبل الوسطاء الماليين (السماسرة، البنوك أو شركات البورصة).

ب. التغطية.

هناك أفضلية أخرى في هذا النظام، وهو مفهوم التغطية والذي يسمح بشراء الأوراق بقيم أكبر من قيمها الحقيقية وذلك وفق أثر الرافعة المالية، فعلى افتراض أن أثر الرافعة المالية تتيح الاقتراض حسب الحدود الموضحة في الجدول أدناه:

أثر الرافعة المالية

طبيعة الأصول المملوكة	أثر الرافعة المالية المتاح
السيولة النقدية	5 مرات المبلغ المملوك
السندات	4 مرات المبلغ المملوك
الأسهم	2.5 مرة من المبلغ المملوك

وكانت حافظة أحد المستثمرين مكونة من العناصر التالية: 40.000 دولار نقداً، 50.000 دولار أسهم، 10.000 دولار سندات. يكون أقصى التزام ممكن لهذا المستثمر في سوق التغطية حسب الشروط الموضحة في الجدول السابق هي:

$$(5 \times 40.000) + (2.5 \times 50.000) + (4 \times 10.000) = 365.000$$ دولار

معنى ذلك أن حافظة مالية بقيمة 100.000 دولار يمكن أن تغطى بمبلغ 365.000 دولار وفق الشروط السابقة، ونتيجة لأثر الرافعة المالية، فإن أي تغير في الأصول المالية يؤثر على قيمة

التغطية، فإذا ارتفعت السيولة النقدية بمقدار 5 % (في المثال السابق تمثل الزيادة 18.250 دولار) يؤدي ذلك إلى ارتفاع القدرة الائتمانية للمستثمر. أما في حالة انخفاض السيولة النقدية بنفس النسبة فيقابلها خسارة بنفس القيمة أي 18.250 دولار، ويتم خصمها من السيولة النقدية للمستثمر مما يخفض من القدرة على الالتزام.

فحسب المثال السابق تصبح السيولة النقدية المتاحة 21.750 دولار (40000 – 18250) وتصبح التغطية في هذه الحالة: (5×21.750) + (2.5×50000) + (4×10000) = 273.750 دولار، أي انخفاض القدرة على الالتزام بـ 91.250 دولار. وهنا يطلب من المستثمر أن يقوم ببيع بعض أوراقه المالية أو الرفع من التغطية، بحيث يكون له احتمالين لمعالجة هذه الوضعية، إما بيع بعض الأصول المالية كالأسهم والسندات للحصول على السيولة النقدية وبالتالي ارتفاع قيمة التغطية، أو الاقتراض من السوق المالي ما يمنح للمستثمر تغطية إضافية.

جـ . البيع على المكشوف.

إن المنطق يفرض على المستثمر يقوم بشراء الأوراق المالية أملاً في ارتفاع أسعارها لإعادة بيعها والاستفادة من فائض القيمة. أما في البيع من دون تغطية تنعكس هذه الآلية، حيث يصبح بإمكان المستثمر بيع الأوراق المالية التي لا يمتلكها على أمل أن تنخفض أسعارها لشرائها فيما بعد وبالتالي الاستفادة من قرض الفرق. ولا يتم الاعتماد على هذه التقنية من قبل المستثمر المبتدئ لاقترانها بالمضاربة البحتة وارتفاع الرسوم عليها.[1]

وتتم تسوية التعاملات نهاية شهر التعامل بعدة طرق، فقد يقـوم المسـتثمر بشـراء الأوراق المالية وبيعها، أو أن يتم بيع الأوراق المالية وإعادة شراءها خلال شهر التعامـل فـي البورصـة وتكون العمليات مرصدة في هذه الحالة. كما يمكن للمستثمر أن يقوم بشراء الأوراق المالية مع عدم بيعها خلال شهر التعامل ووفق هذه الحالة يكون أمام المستثمر خيارين: إما الشراء كمـا يـتم فـي العمليات العاجلة، أو إعادة تقييد الأوراق المالية بسبب عدم كفاية السيولة المالية المتاحة للمسـتثمر. وهناك حالة أخيرة في التسوية تتمثل في بيع أوراق لم يتم شرائها من قبل المسـتثمر وإذا لـم يـتم إعطاء الأمر للمؤسسة المالية التابع لها يوم التسوية تقوم هذه الأخيرة بتمرير أمر الشـراء العاجـل لشراء الأوراق المالية وتحصيلها. أو إذا لم تتناسب أسعار تلك الأوراق مع تطلعات المسـتثمر يـتم ترحيل عملية التحصيل إلى الشهر الموالي.

[1] محمد صالح الحناوي، السيدة عبد السلام، المرجع السابق، ص.47.

د. آليات الترحيل

يسمح نظام التسوية الآجلة بشراء الأوراق المالية (أو بيعها) دون دفع مبالغها (أو استلام الأوراق) إلا في نهاية شهر التعامل في البورصة. وبالتالي فإن المستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية في يوم التسوية يكون لديه خيارين، إما تسديد قيمة الأوراق واستلامها ويسجل المبلغ في الجانب المدين للمستثمر، أو ترحيل العملية والاستفادة من شهر إضافي للقرض، أي لا يقوم بتسديد قيمة الأوراق إلا في الشهر الموالي، وتختلف أسباب الترحيل لكن أهمها هو عدم توفر السيولة، وتطور الأسعار، حيث إذا كان هذا التطور منذ عملية الشراء متدهوراً تطرح مشكلة الدفع نهاية الشهر، ويصبح مفروضاً على المستثمر انتظار شهر آخر أملاً في تحسن الأسعار.

وما يمكن استخلاصه من هذا المبحث هو أن إصدار الأوراق المالية لأول مرة، مهما كان نوع تلك الأوراق، يجب أن يمر عبر بنوك الاستثمار أو أي مؤسسة مالية أخرى تحددها سلطات كل بلد تتكفل بعملية تسويق الإصدارات الجديدة من خلال الاستدعاء الأول للمدخرين، سواء كان هذا الاستدعاء عام أو خاص. لتنتقل بعد ذلك الأوراق المصدرة حديثًا للتداول في السوق الثانوي. وخلال مدة تواجد الشركات تقوم باللجوء إلى عموم المدخرين حسب ما تقتضيه الظروف المحيطة بها والاستراتيجيات المتبعة من مجالس الإدارة بها، مثل حالات الاندماج والتملك. وتسيّر البورصة وفق آليات تؤثر فيها درجة السيولة بشكل كبير، حيث يستخدم التسعير الثابت أو المستمر، كما أن الأوامر التي ترد إلى البورصة تختلف باختلاف أهداف المستثمرين كأن تكون تلك الأهداف بغرض المضاربة، التغطية أو الاستثمار. وتتميز البورصة بآليات أخرى تسمح للمستثمرين من الاستفادة من التعامل في البورصة في حالة غياب السيولة وهو ما توفره آليات القرض، والتغطية والبيع أو الشراء على المكشوف.

خاتمة الفصل الثاني.

تعتبر بورصة الأوراق المالية من أبرز الأسواق المالية لما تقدمه من سيولة في النظام المالي، وتتميز البورصة بتنظيم خاص يسهر على ضمان سلامة المعاملات فيه هيئات تهدف إلى حماية المستثمرين من التجاوزات المحتملة. وما يميز البورصة عن باقي أسواق رأس المال هو مكانة الخواص في هذا التنظيم، فالعرض العام المقدم للمدخرين يسمح للقطاع الخاص بالمساهمة في تمويل الاقتصاد والاستفادة من توظيف رؤوس الأموال عن طريق المكاسب المتوقع تحصيلها من هذا التوظيف، ويتم في هذا الإطار خصخصة العديد من المؤسسات العامة.

وكغيرها من الأسواق، فإن البورصة لها منتجات يتم تداولها وفق مقاييس محددة، وتضمن البورصة تحقيق أسعارها وفق قوانين العرض والطلب. وتشكل الأسهم والسندات أقدم الأوراق المالية المتداولة في البورصة حيث تشكل الأسهم أوراق ملكية، بينما تمثل السندات أوراق الدين. وتختلف المخاطر والمزايا في كلا النوعين، حيث تعتبر الأسهم أكبر مخاطرة مقارنة بالسندات لاقتران عوائدها بقرارات الشركة، فيما تعتبر السندات أكثر ضمانًا لثبات الدخل المترتب عنها.

وأدت التطورات على الساحة المالية الدولية إلى ظهور أوراق مالية هجينة تأخذ من خصائص الأسهم والسندات في آن واحد مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كما ظهرت منتجات مالية مبتكرة يتمثل الغرض الرئيسي من إصدارها تخطي المخاطر المرتفعة للأوراق المالية التقليدية، كما كان للأزمة البترولية في السبعينيات من القرن العشرين الأثر البارز لظهور هذا النوع من الأوراق، حيث أدت المخاطر التي نجمت عن ارتفاع أسعار النفط إلى التفكير في إبرام العقود المستقبلية والعقود الآجلة لتجاوز المخاطر الناجمة عن تغيرات أسعار هذه المادة والمواد الأولية بصورة عامة.

ويضمن السير الحسن في البورصة آليات مختلفة تتغير بحسب درجة سيولة البورصة ففي الوقت الذي يتم اللجوء إلى التسعير الثابت في البورصات قليلة السيولة، تلجأ البورصات شديدة السيولة إلى نظام التسعير المستمر لضمان تنفيذ الأوامر الواردة إلى البورصة، وتختلف هذه الأوامر بدورها حسب تطلعات المستثمرين. ولتغطية نقص السيولة، تسمح السوق الآجلة باستخدام آليات تختلف بحسب أهداف مستخدميها، وتحقق التغطية للمستثمرين ضد مخاطر العجز عن السداد أو التسليم باستخدام آلية البيع والشراء على المكشوف.

غير أن دراسة تنظيم البورصة وما تتضمنه من منتجات مالية وآليات تحكم سيرها لا يكتمـل إلا بدراسة كفاءة السوق وطرق التحليل المختلفة التي تحكم على أداء الورقة المالية في البورصـة، وهو ما سيتم التطرق إليه في الفصل الموالي.

الفصل الثالث: كفاءة الأسواق المالية وطرق التحليل في البورصة.

تمهيد

بعد التعرض إلى تقسيمات أسواق رأس المال والتركيز على بورصة الأوراق المالية بشكل أساسي، فإنه من الضروري معرفة الكيفية التي يمكن من خلالها تقييم أداء البورصات عبر تحليل التغيرات التي قد تطرأ على أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها. ويهدف تقييم أداء البورصات إلى محاولة تحديد درجة قدرتها على تحويل المدخرات إلى استثمارات منتجة من جهة، وكفاءتها في تعبئة المدخرات من جهة أخرى.

يعرض هذا الفصل في مبحثه الأول مفهوم كفاءة السوق من خلال التطرق لفرضيات صيغ الكفاءة، مع إبراز المفاهيم المشتركة في طرق التحليل المختلفة ممثلة في الربحية والمخاطر والتوزيعات والتي تخص الأسهم بشكل رئيسي، يتم بعد ذلك التطرق إلى التحليل الأساسي والمفاهيم التي تندرج تحت هذا التحليل. بينما تم تخصيص المبحث الثاني للتحليل المالي والذي يهدف إلى تحديد المركز المالي للشركة مما يساعد في تقييم أسهمها، حيث يتم دراسة القوائم والنسب المالية بصورة موجزة، ثم تحليل عناصر الميزانية، وصولاً إلى إجراء تقييم لأسهم الشركات في سبيل تسهيل إجراء المقارنات مع باقي شركات القطاع. أما المبحث الثالث فقد خصص للتحليل الفني من خلال التطرق إلى مؤشرات البورصة، وطرق عرض المعلومات البيانية وتحليلها.

المبحث الأول: كفاءة السوق المالي والتحليل الأساسي.

تم في الفصل الأول من هذه المذكرة تناول العلاقة بين تطور البورصات والنمو الاقتصادي، وقد تم التوصل إلى التباين بين الدول من حيث تأثير الأسواق المالية على النمو، ومردّ هذا الاختلاف هو درجة كفاءة البورصات واختلاف الأنظمة المالية حيث يعتمد بعضها على القطاع المصرفي في تمويل اقتصاده، فيما يستند البعض الآخر على أسواق الأوراق المالية أو كلاهما ولكن بدرجات متفاوتة.

ويعتبر السوق المالي ذو كفاءة إذا عكست أسعار الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة، سواء أكانت تلك المعلومات مرتبطة بماضي الشركة المصدرة للورقة المالية أو المعلومات المتوقعة مستقبلاً، وبالتالي يتطابق السعر السوقي للورقة المالية مع سعرها الحقيقي Intrinsic Price.[1]

ويتم الاعتماد على ثلاثة فروض لصيغ كفاءة السوق المالي، تتمثل الصيغة الأولى في فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق The Weak Form Efficient Market Hypothesis وهي صيغة تعتمد بشكل أساسي على التغيرات التي طرأت على أسعار الأوراق المالية في السنوات الماضية. وتعتبر كفاءة هذه الصيغة ضعيفة لتوافر المعلومات المختلفة حول تاريخ الشركة لدى جميع المستثمرين، مما يؤدي إلى عدم وجود سبق لأي منهم على الآخر.[2] أما الصيغة الثانية فهي فرض الصيغة المتوسطة The Semi-Strong Form Efficient Market Hypothesis والتي تقضي بأن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور عبر التقارير والبيانات المختلفة حول الظروف الاقتصادية المحلية والدولية، والبيئة التي تنتمي إليها الشركة، وأوضاعها الداخلية باعتبارها مصدرة للورقة المالية، هذا فضلاً عن المعلومات التاريخيـة التي توفرهـا الصيغة الضعيفـة لكفـاءة السوق.[3] أما الصيغة الثالثة فهي فرض الصيغة القوية The Strong Form Efficient Market Hypothesis والمقصود منها هو أن جميع المعلومات المتاحة للعامة أو الخاصة من المستثمرين تنعكس في أسعار الأوراق المالية، بحيث لا تؤثر درجة مهارة المحللين في الاستفادة من فروق التسعير.[4]

وما يمكن قوله حول كفاءة السوق بمختلف صيغه هو أن المستثمر لا يمكنه الاستفادة من الخلل في تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية سواء كان هذا التقييم مغالى فيه Overvalued أو أقل

[1] منير إبراهيم هندي، **سلسلة الفكر الحديث...،** المرجع السابق، ص ص، 37-38.

[2] Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Op. cit., P53.

[3] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار...،** المرجع السابق، ص. 404

[4] Abdullah H.Al-Batel, "Macroeconomic Determinants of Stock Prices in Saudi Arabia", **Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies,** Vol. XXIV, N°. 94-1999, Kuwait: Academic Publication Council-Kuwait University, 1999, P.P. 195-196

من قيمته الحقيقية Undervalued مادام السوق ذو كفاءة، ولن يتسنى للمستثمر تحقيق ربحًا غير عاديًا إلا إذا توفر على معلومات حول الورقة المالية قبل غيره من المستثمرين وهو ما يتحقق في حالة عـدم كفـاءة السوق.[1]

I – العائد، المخاطرة والتوزيعات.

يتم الاستثمار في البورصة عبر العديد من الأدوات المالية والتي تمت الإشارة إليها في الفصل السابق، ومع التعقيدات التي تطبع هذه الأدوات المالية من الجانب التقني إلا أن جميعها يشترك في نقاط تُسهّل عملية التقييم بحسب توقعات المستثمرين. فعلى الرغم من أن السند يترتب عنه عوائد منتظمة من خلال القسيمات مع مبالغ وآجال محددة سلفاً، ومنح السهم لتوزيعات مبالغها غير مؤكدة مسبقاً مع احتمال خطر تناقص قيمة هذا الأصل المالي، غير أن ما يترتب عن هاتين الورقتين وجميع المنتجات المالية الأخرى هو المخاطرة والعائد. ويرتبط هذان العنصران بشكل كبير، فالعائد المرتفع مرادف عادة للمخاطرة الكبيرة والعكس صحيح. ويتم اتخاذ قرار الاستثمار بين العديد من الأوراق المالية في نفس البلد، أو مقارنة بالأوراق المالية الدولية بعد إجراء عملية المقارنة بين العوائد والمخاطرة للأصول المالية، ومعيار المستثمر في اتخاذ القرار هو اختيار الورقة الماليـة التي تُدر عائـداً أكبر في ظل نفس درجـة المخاطرة.[2] وعلاوة عن هذين العنصرين، تشكل التوزيعـات بدورهـا نقطة أساسية في التحليل لارتباطها بالأسهم. وفيما يلـي عرض لهذه العناصر الثلاثة.

1. العائد.

يقيس العائد نمو رأس المال وتحسب هذه القيمة بالنسب المئوية لتسهيل عمليات المقارنة، فيتم حسابها لفترة محددة ويتم القول أن العائد هو نسبة X % خلال سنة مثلاً. ويحسب عائد السهم لفترة زمنية t بالطريقة الآتية:[3]

$$Rt = (Vt+1 - Vt + Dt) / Vt$$

حيث: Rt العائد من التوظيف

Vt قيمة الاستثمار في بداية الفترة.

---

[1] Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Op. cit., P50

[2] علي توفيق الصادق، "القدرة التنافسية للاقتصاديات العربية في الأسواق العالمية"، **صندوق النقد العربي**، أبو ظبـ ـي: سلسـلة بحـوث ومناقشـات حلقات عمل، العدد الخامس، 5-7 أكتوبر 1999، الفصل الثانـي: المنافسة في ظل العولمة: القضايا والمضـامين، ص. 42. الموقع على شبكة الانترنيت:
http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/EPI%20DEPT/PUBLICATIONS/competitiveness/competitiveness.pdf

[3] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص.ص. 195-196.

Vt+1 قيمة هذا التوظيف نهاية الفترة.

Dt التوزيعات المدفوعة خلال الفترة.

وتسمح هذه الصيغة بتقييم العائد من توظيف الأسهم بحيث تأخذ في الحسبان المداخيل المالية فقط، فالمكاسب المرتبطة بامتلاك السهم مثل حق التصويت في الجمعيات العامة لا تُظهرها هذه المعادلة على الرغم من التأثير الكبير الذي تمارسه على قيمة الورقة المالية. ويتم حساب العائد بطريقتين: المتوسط الحسابي المشار إليه في الصيغة السابقة أو المتوسط الهندسي. فمثلاً إذا تم شراء سهم بمبلغ 500 دولار، وكان عائد السنة الأولى - 50%، و100% في السنـة الموالية. يكـون المتوسط الحسابي:

% 25 = 2/(50-100)

أما إذا تم حساب العائد على أساس المتوسط الهندسي، فالنتيجة هي:

% 0 = 2/1 [(100+1) × ((50-)+1)]

الملاحظ هو اختلاف النتائج حسب الطريقتين، ففي الأولى يتم تحقيق عائد عكس الطريقة الثانية أين كانت الربحية معدومة، ويعتبر المتوسط الحسابي الأكثر استخداماً في تحديد نمو ربحية التوظيف مع أن المتوسط الهندسي يعتبر أكثر دقة في هذا التحديد.

2. المخاطرة.

إن الاستثمار في الأوراق المالية هو تضحية بإنفاق فوري وأكيد على أمل تحصيل عائدات مستقبلية غير مؤكدة، والمخاطرة هي الالتزام الذي يقوم به المستثمر مقابل هذه التضحية للأصل المالي.[1] وتختلف المخاطرة التي يتحملها المستثمر بين الأسهم والسندات، ففي الوقت الذي يمكن تحديد العائدات المستقبلية للسندات بشكل مقارب للدقة نتيجة الحصول على الفوائد بشكل دوري دون التأثر بنتائج الشركة، فإن المخاطرة في الأسهم تكون كبيرة، خاصة العادية منها، والتي يتوقف تحصيل العائدات منها على الأرباح المنجزة وعلى ما يقرره مجلس إدارة الشركة فيما يتعلق بسياسة التوزيعات. ويمكن تقدير المخاطرة بتحديد تقلب العائدات المترتبة عن توظيف رؤوس الأموال حول القيمـة المتوقعـة لهذا التوظيف، ويتم ذلك عبر استخـدام السلاسل الإحصائيـة وحسـاب الانحـراف المعيـاري.[2] فإذا كان للمستثمر القدرة على تحمل المخاطرة يتم توظيف رؤوس الأموال في أوراق تتميز بتقلب العوائد، بينما إذا لم تكن هناك القدرة على تحمل هذه التقلبات في

[1] Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Op. cit., P.47

[2] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار...**، المرجع السابق، ص. ص. 250-253.

العوائد يتم توجيه التوظيفات لأوراق تتسم بالأمان.[1] وتؤدي المخاطرة الكبيرة في الأوراق المالية إلى ضرورة تنويع مكونات الحافظة المالية للتقليل من هذه المخاطرة.

3. التوزيعات.

تتمثل التوزيعات Dividends في الأرباح التي يتحصل عليها المساهم عند تحقيق الشركة المصدرة للسهم لمثل هذه الأرباح. وتلجأ بعض الشركات في حالة عدم تحقيق أرباح إلى اقتطاع جزء من الاحتياطي وتوزيعه على المساهمين لكسب ثقتهم. ويمكن حساب معـدل التوزيعات بالشكل الآتي:

معدل التوزيع = التوزيعات/الأرباح الصافية.

ويقيس معدل التوزيعات نسبة الأرباح التي تم توزيعها على المساهمين، وتقوم بعض الشركات بتحديد نسب ثابتة للتوزيعات يتم اقتطاعها من الأرباح، ويمكن حساب كيفية توزيع الشركة من خلال حساب العائد الإجمالي والذي يساوي:

العائد الإجمالي= التوزيعات الإجمالية / سعر السهم

ويؤشر العائد المرتفع إلى الأرباح العالية للشركة أو إلى انخفاض أسعار السهم، ويتم تسديد التوزيعات بإحدى الطريقتين: إما التسديد النقدي، إذ يتم تحويل قيمة التوزيعات إلى حساب المساهم، أو عن طريق تقديم مقابل قيمة التوزيعات أسهماً جديدة ما يمثل للشركة زيادة في رأسمالها.[2] ويتم اتخاذ قرار التوزيع من طرف مجلس إدارة الشركة عادة في نهاية كل سنة.

ويتم في التوزيعات استخدام مفهوم خارج الدفع Pay-out وهو مفهوم يقيس معدل التوزيعات في الشركة، فهو يعكس سياسة الشركة تجاه مساهميها ويمكن حسابه كما يلي:[3]

Pay-out = [(التوزيعات الصافية/100)]/ الأرباح الصافية للسهم.

ويتم من خلال هذا المعدل تحديد نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين، ويتم تتبع هذا المعدل عبر السنوات ومن الطبيعي أن تقوم الشركة بالمحافظة على نسبة التوزيعات للتغطية عن الانخفاض المحتمل في النتائج المحققة.

II- التحليل الأساسي.

إن قرار الاحتياطي الفدرالي الأمريكي Federal Reserve برفع أو خفض أسعار الفائدة يؤدي إلى تقلبات واسعة في أسعار الأوراق المالية في جميع المراكز المالية الدولية، كما أن نشر

---

[1] Gérard RANSAY, **La Bourse sur Internet: Le guide du cyber-investissement,** (Paris: Editions de Verneuil: 2000), P.P. 92-93.

[2] Gaston DEFOSSE, Pierre BALLEY, Op.cit, P.43

[3] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الاستثمار والتمويل،** (الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، 2000)، ص. 224.

اليابان لبيانات تتعلق بالمتغيرات الكلية لاقتصادها مثل: معدلات البطالة، معدلات التضخم والناتج المحلي الخام، من شأنها أن تؤثر هي الأخرى على أسعار الورقة المالية في باقي اقتصاديات العالم. إن هذا الترابط الوثيق بين المراكز المالية العالمية يستدعي من المستثمرين دراسة البيئة التي تحيط بالمؤسسة صاحبة الورقة المالية قبل الإقدام على عملية الشراء أو البيع. وينطلق التحليل الأساسي من كون الأسهم ذات قيمة حقيقية تدور حولها الأسعار في البورصة ارتفاعاً أو انخفاضاً.[1] وتحديد هذه القيمة الحقيقية من طرف المستثمر يمنحه الفرصة للاستفادة من فارق السعر بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية، فإذا كان سعر السهم في السوق هو 10 دولار مثلاً، والقيمة الحقيقية لهذا السهم هي 15 دولار فمن الأفضل للمستثمر أن يقوم بشراء هذه الورقة لإدراكه بضرورة عودتها إلى قيمتها الحقيقية في المستقبل القريب وبالتالي الاستفادة من فرق السعر. ويعتمد التحليل الأساسي على الأخذ بالظروف الاقتصادية المحلية والدولية، ويضمن هذا التحليل خبراء متخصصون يعرفون بالمحللين الأساسيين، وعلى ضوء النتائج التي يتم التوصل إليها تتحدد اتجاهات قرارات المستثمرين.

1. تحليل الظروف الاقتصادية.

من الواجب على المحلل الأساسي أن يأخذ بعين الاعتبار في تحليله عدداً من المتغيرات الاقتصادية التي من شأنها أن تؤثر في قيمة الورقة المالية، ويمكن إبراز بعض هذه المتغيرات على النحو الآتي:

أ- الدورات الاقتصادية.

يتميز النشاط الاقتصادي بتحوله بين فترات من الركود والانتعاش الاقتصاديين، وهذا يشكل ما يعرف بالدورات الاقتصادية، ويتم عادة قياس تغيرات النشاط الاقتصادي عن طريق الناتج المحلي الخام.[2] وتؤثر الدورة الاقتصادية على البورصة بشكل كبير، ففي فترة الانتعاش الاقتصادي تشهد دفاتر أوامر السماسرة حجماً كبيراً من طلبات الشراء والبيع للأوراق المالية وهذا ينعكس بالإيجاب على أرقام أعمال الشركات ونتائجها المالية وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية في البورصة. وما يهم المستثمر هو إيجاد المرحلة التي توجد فيها الدورة الاقتصادية وتوقع التغير الذي قد يطرأ على هذه الدورة. ومن الناحية النظرية تعتبر فترة نهاية الركود الاقتصادي هي أفضل الفترات للمستثمر، فإذا قام المستثمر بتوقع هذه الفترة بشكل جيد فإنه يدرك بأنه في المدى المتوسط سينتعش اقتصاد البلد

---

[1] Bernard Jacquillat, Solnick, Op.cit., P.P 50-51

[2] محسن أحمد الخضيري، المرجع السابق، ص. 72.

وعليه يقبل على شراء الأوراق المالية على أمل الاستفادة من فارق السعر.[1] وبالتالي قد يكون ارتفاع الأسعار في البورصة مؤشراً لبداية الانتقال إلى مرحلة الانتعاش الاقتصادي.

ب - التضخم والانكماش:

يمثل التضخم ظاهرة ارتفاع المستويات العامة للأسعار، وتؤدي هذه الظاهرة إلى قيام الحكومات بإتباع سياسات نقدية من شأنها أن تؤثر على مسار التعاملات في البورصة، كأن تقوم تلك الحكومات برفع معدلات الفائدة وهو ما يؤثر سلباً على تطور الأسعار في البورصة.[2]

بيد أن فقدان العملة لقيمتها في فترات التضخم يؤدي إلى انخفاض القدرة الشرائية للمستهلك إذا لم يتبع ارتفاع الأسعار ارتفاعاً مقابلاً له في مداخيل الأفراد، وينجم عن ظاهرة التضخم توجيه المستهلك لتدفقاتهم النقدية إلى الأصول المختلفة بما في ذلك القيم المنقولة. ويترتب عن ظاهرة التضخم ارتفاع أرقام أعمال الشركات نتيجة ارتفاع أسعار المبيعات مما يسبب ارتفاعاً في أسعار البورصة. غير أن هذا الارتفاع في القيم السوقية لأوراق الشركات هو ارتفاع مطلق، فالارتفاع الحقيقي هو الفرق بين تطور الأسعار في البورصة والتضخم في البلد، وكمثال على ذلك، فإن ارتفاع أسعار ورقة مالية ما بنسبة 10 % مع معدل تضخم بنسبة 5 % يترتب عنه ارتفاعًا حقيقيًا للورقة المالية بنسبة 5 %. أما في حالة الانكماش والذي يمثل انخفاضاً عاماً للأسعار فهو حالة عكسية للتضخم يكون انعكاسها على تطور الأسعار في البورصة بشكل عكسي.

جـ - معدلات الفائدة.

تمثل الفائدة التعويض المنتظر من توظيف المدخرات مقابل التخلي على الإنفاق الحالي، وكلما كانت مدة هذا التوظيف طويلة كان التعويض المترتب عنها ممثلاً في الفائدة كبيراً. وهناك علاقة وثيقة بين معدلات الفائدة ومعدلات التضخم، فعلى المستثمر الراغب في توظيف أمواله أن يتطلع إلى معدلات فائدة أعلى من معدلات التضخم للحفاظ على قدرته الشرائية، حيث أن ارتفاع معدلات التضخم يترتب عنه ارتفاع معدلات الفائدة والعكس صحيح.[3]

ولمعدلات الفائدة أهمية قصوى في تقييم الأوراق المالية في البورصة والتي تشكل الأسهم والسندات أبرز ورقتين ماليتين فيها، فنظراً لمستوى المخاطرة الكبير المرتبط بالأسهم فمن الضروري أن تقدم هذه الأخيرة عائداً أكثر أهمية من السندات، وهو ما يعرف بعلاوة المخاطرة Risk Premium. ويقوم المستثمر في سبيل تحقيق توافق بين الربحية والمخاطرة بمقارنة علاوة

[1] إيهاب الدسوقي، المرجع السابق، ص.53.
[2] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار...**،المرجع السابق، ص. ص. 165-166.
[3] مود صبح، ا رجع السابق، ص.88.

المخاطرة الموجودة بين هذين الأصلين الماليين ليقوم بعد ذلك بإجراء المراجحة Arbitrage بينهما بحسب مستوى علاوة المخاطرة. ويؤدي ارتفاع معدلات الفائدة لعوائد أفضل بالنسبة للسندات وبالتالي انخفاض مستوى علاوة المخاطرة لديها، ما ينجم عنه تحول المستثمرين من شراء الأسهم إلى توظيف رؤوس أموالهم في السندات.[1] وبالتالي فإن ارتفاع معدلات الفائدة يؤثر سلباً على سوق الأسهم، بينما يؤدي انخفاض هذه المعدلات إلى انتعاش هذه السوق.

د- معدلات الصرف.

اتجهت العديد من الدول إلى نظام التعويم عملتها منذ انهيار اتفاقية بريتون وودز سنة 1971 واتفاقية سميثسونيا سنة 1973.[2] فأصبح تقلب معدلات الصرف يخضع لقوانين العرض والطلب، كما أن ظهور العملة الأوروبية الموحدة اليورو قلص إلى حد كبير من المشاكل المتعلقة بأسعار الصرف لدول الاتحاد الأوروبي. فأصبحت تقلبات أسعار الصرف الدولية مقرونة بعدد قليل من العملات تتمثل أساساً في الدولار، الين، اليورو، الجنيه الإسترليني، والفرنك السويسري. وفي ظل نظام تعويم العملات أصبحت الدول تعتمد على عدد من الأدوات لتعديل معدلات صرف عملاتها مقارنة بباقي العملات، ومن بين هذه الأدوات تغيير معدلات الفائدة. فارتفاع معدلات الفائدة ينجم عنه إعادة تقييم العملة، فيقبل المستثمر على شراء هذه العملة على حساب باقي العملات لما تمنحه من تعويضات أفضل، والطلب على العملة يكون أكبر مقارنة بباقي العملات.[3] غير أن هذه التقنية لها انعكاس سلبي على البورصة، مثلـما تمت الإشارة إليـه من قبل.

وهناك عنصر آخر ذو أهمية في هذا التحليل وهو العلاقة بين معدلات الصرف والتوظيفات الأجنبية، فعلى اعتبار أن مقيم ألماني قام بشراء أسهم أمريكية، وحدث ارتفاع في أسعار البورصة لأسهم هذه الشركة الأمريكية بنسبة 10 % يكون الانطباع الأولي للمستثمر في هذه الحالة هو تحقيق فائضًا للقيمة. إلا أن انخفاض الدولار الأمريكي بنسبة 10 % مقارنة باليورو يؤدي إلى عدم تحقيق فائض القيمة تلك، أما إذا ارتفع الدولار بنسبة 5 % فإن فائض القيمـة الحقيقي المحقق هو 15 % (10 % + 5 %). فعلى المستثمر عند الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية أن يحرص على تتبع تطور معدلات الصرف لتحديد فائض القيمة المحقق بشكل دقيق.

---

[1] **Investir,** Op. cit., P.10

[2] مزيد من المعلومات أنظر:
صا فلاحي، "نظام النقد الدو ا عاصر ومعضلة الدول الفق ة"، **لة ا اد ا امعات العربية للعلوم التطبيقية.**الد الأول، العدد الثالث، سبتم 1998، ص.70

[3] Peter H.LINDERT, Charles P.KINDLEBERGER, **Economie Internationale,** 7ème Edition, (Paris: ECONOMICA, 1983). P. 448.

2. التحليل القطاعي.

يسمح التحليل القطاعي بتقييم الورقة المالية بحسب القطاع الاقتصادي المنتمية إليه، فهناك قطاعات اقتصادية ذات حساسية كبيرة للظروف الاقتصادية المحيطة بها، بينما توجد قطاعات أخرى تعرف بقطاعات النمو ليس لها نفس الدرجة من التأثر بالظروف الاقتصادية كون معدلات النمو بها تفوق عادةً معدل نمو الاقتصاد الوطني ككل.[1] ومهما يكن خيار المستثمر، فإن تحديد قطاع الاستثمار ينصب إلى تحديد القيم التي تشكل هذا القطاع، وبالتالي تحديد القيم المالية التي من الممكن أن تشكل حافظة المستثمر. ويتم تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الورقـة الماليـة بالإحاطـة بالجوانب الآتية:

أ – منتجات الشركة.

إن اختيار قيمة مالية على حساب أخرى يعتمد عادة على دراسة منتجات الشركة، فعلى المستثمر أن يتجه إلى النشاط الاقتصادي الذي يمتلك فيه دراية كافية.[2] فبالنسبة للمستثمر الصغير يعتبر القطاع المصرفي أهم مجال يمكن الاستثمار فيه لبساطته مقارنة بباقي القطاعات، أما إذا كان المستثمر ذو خبرة كافية فإن قطاع التكنولوجيات الجديدة والذي يحمل من التعقيدات الشيء الكثير يشكل أفضل مجال للاستثمار بالنسبة إليه.

ب - حجم الشركة.

إن الاقتصاد العالمي المعاصر وعولمة المبادلات الدولية شجعت التقارب بين الشركات من خلال عمليات الاندماج بين الشركات ما أدى إلى ظهور شركات عالمية كبرى، وتعتبر قيم هذه الشركات أصولاً ذات ضمانات كبرى في الحافظة المالية للمستثمر، كون أداءها في البورصة هو عادة في المعدل. وتتعايش مع هذه الشركات الكبرى شركات أخرى أقل حجماً من المهم أخذها بعين الاعتبار طالما أنها تتعرض للعديد من التقلبات، إذ تخضع لضغط المنافسة، ليكون أمامها خيارين: إما الاندماج مع الشركات الكبرى أو الاختفاء من السوق.[3] وتختلف استراتيجيات البورصة بحسب المكانة التي تحتلها المؤسسة في السوق، فإذا كانت هناك رغبة في تقليل المخاطر يكون من الأفضل الاستثمار في الشركات الكبرى، أما إذا كان للمستثمر توجهات مضاربية فيمكنه الاهتمام بالشركات المتوسطة بمراهنته على احتمال نمو سريع أو اندماج مع شركة كبرى.

---

[1] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار...**، المرجع السابق، ص. 167.
[2] محمود صبح، المرجع السابق، ص.151.
[3] **مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية والتجارة UNECTAD**، تقرير الاستثمار العالمي، 2002، "الشركات عبر الوطنيـة والقـدرة التنافسـية التصديرية: استعراض عام"، جنيف، سبتمبر 2002، ص. 14. الموقع على شبكة الانترنيت:
http://www.unctad.org/Templates/Download.asp?docid=2574&lang=2&intItemID=2477

ج - المواد الأولية.

تقوم كل شركة باستهلاك مواد أولية في عمليتها الإنتاجية، ويؤدي تقلب أسعار هذه المواد إلى التأثير على أسعار الشركة المعنية. فبعض الشركات هي ذات ارتباط شديد بالمواد الأولية كتلك التي تنمي إلى صناعة الورق أو المحروقات، بحيث تكون أسعار أوراقها المالية في البورصة مرتبطة بتطور أسعار المواد الأولية. أما في القطاعات الأخرى فإن أسعار المواد الأولية تؤثر على المنتجات النهائية بشكل ضئيل وغير مباشر. فارتفاع أسعار المواد الخام يشجع أسعار الشركات البترولية، وعلى النقيض من ذلك، يكون تأثير ارتفاع أسعار المواد الخام على الشركات المستخدمة لهذه المواد سلبيًا مثل مصانع الورق والاسمنت لاستهلاكها كميات كبيرة من الطاقة.[1] وبالتالي فعلى المحلل أن يتتبع دورة الإنتاج فضلاً عن أسعار المواد الأولية المستخدمة في الإنتاج لتقديم تقييم جيـد للشركة.

د - العملات القابلة للتحويل.

يؤثر تغير معدلات صرف العملات القابلة للتحويل على نتائج الشركات، ومن الضروري القول أن العملة المرجعية بالنسبة للعديد من الصفقات الدولية هي الدولار الأمريكي. فيتم البيع وشراء الطائرات والنفط بالدولار دون سواه من العملات، وبالتالي إذا كانت المؤسسـة تستورد أو تصدر في منطقـة اليورو، فإن تطور أسعـار الدولار له تأثيـر بالـغ على تلك الشركات.

فإذا ارتفع سعر الدولار مقارنة باليورو وقامت شركة من الاتحاد الأوروبي باستيراد مواد أولية فإنها ستخسر جرّاء هذا الارتفاع. وعلى النقيض من ذلك، فإن هذه الشركة المصدرة تستفيد من ارتفاع معدلات صرف الدولار بما أن منتجاتها تصبح تكاف أكثر بالعملة المحلية، أما انخفاض عملـة التداول يكون له الأثر العكسـي لما سبق. وإذا كانت الشركة تقوم بجميع صفقاتها من بيع أو شراء بعملة واحدة فإن تطور أسعار عملة التبادل يكون ذو أثر ضئيل على حساب الشركة.[2] فمن المهم إذاً الإطلاع على أسواق الشركة، وعلى طرق تسوية التعاملات مع الجهات الأجنبية.

هـ - نشاط الشركة.

من الضروري على المحلل الأساسي أن يدرك تنظيم نشاط الشركة، فخلال السنوات الماضية شهدت الصناعات المختلفة عودة إلى الصناعات القاعدية، فالعديد من شركات الأعمال التي كان لديها توجهاً نحو تنويع أنشطتها، تحولت إلى التركيز على النشاط الأصلي الذي عرفت به في البداية. وبالتالي من الضروري وضع ميزانية للشركة تشمل جميع أنشطتها للوصول إلى صورة

[1] إيهاب الدسوقي، المرجع السابق، ص.ص.56-57

[2] **Société abcbourse.com**, Page Web : http://www.abcbourse.com/apprendre/af/lecon_af_4_partie1.html

واضحة حول نشاطها الحقيقي. وفي حالة تنوع أنشطة المنشأة فإن عملية التقييم تصبح أكثر تعقيداً كون كل نشاط يمكن تحليله بطريقة مختلفة بحسب القطاع الذي تنتمي إليه. كما أن الأنشطة الموحدة تحمل بدورها العديد من التعقيدات من حيث التحليل، وكمثال على ذلك مؤسسات البناء أو شركات تصنيع السيارات فبسبب وجود نشاط واحد لها تتعرض لآثار تقلب الدورات الاقتصادية، كونها لا تملك أنشطة متممة قد تحد من آثار الركود الاقتصادي في البلد.[1] لذلك ينصح بأن يقوم المستثمر بتنويع حافظته المالية على العديد من الأسهم في قطاعات اقتصادية مختلفة لتعويض الخسائر التي قد تتكبدها أسهم قطاع معين بأرباح أسهم القطاعات الأخرى.

وكخلاصة للمبحث الأول، فإن درجة كفاءة السوق المالي تسمح بتحديد مدى استيعاب المستثمر والمحلل للمعلومات المتاحة حول الأوراق المالية المتداولة في السوق، ولن تتحقق الصورة النظرية المتمثلة في أن بورصة الأوراق المالية هي انعكاس للمنافسة التامة وبالتالي تحقيق أسعار الأوراق المالية نتيجة التقاء قوى العرض والطلب إلا إذا كانت تلك السوق ذات درجة عالية من الكفاءة. وترتبط كفاءة السوق بمفاهيم أساسية تتمثل في العائد والمخاطرة والتوزيعات بالنسبة للأسهم، حيث تؤثر هذه العناصر على قرارات المستثمر في الأوراق المالية بالإقبال أو الإحجام. ويعتبر التحليل الأساسي المرحلة الأولى في اتخاذ تلك القرارات، فيجب على المستثمر الإحاطة بالظروف الاقتصادية الدولية، وبموقع الشركة محل الاستثمار محليًا عن طريق دراسة القطاع الذي تنتمي إليه وتأثيرات السياسات المحلية سواءً كانت مالية، نقدية أو جبائية على نشاط الشركة. ويمكن التوسع في التحليل الأساسي عن طريق التركيـز على ظروف الشركـة في حد ذاتهـا وهو ما يوفره التحليـل المالي.

المبحث الثاني: التحليل المالي.

يدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل يتمثل في التحليل المالي وهو تحليل ضروري لتقييم الأوراق المالية وخاصة الأسهم، ويهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة. ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم.

I. محددات المركز المالي للشركة.

يكتسي المركز المالي للشركة (ماضياً وحاضرًا) أهمية متميزة في علاقاتها مع غيرها من المتعاملين، كما تبرز هذه الأهمية أيضًا في إمكانية التنبؤ بمستويات أسعار الأسهم ومن ثم توضيح

[1] Ibid.

الرؤية أمام المستثمرين. وفيما يلي سيتم استعراض بعض العناصر ذات الصلـة الوثيقة بالمركز المالي للشركة.

1. الربح الصافي للسهم Earning Per Share.

يتم حساب الربح الصافي للسهم بقسمة صافي الأرباح المحققة من طرف الشركة على عدد الأسهم التي يتشكل منها رأس مالها، ولا يتم حساب خسارة السهم في حالة تكبد الشركة للخسارة بما أن هذا المعدل لا يصبح ذو مغزى. وتكمن صعوبة معدل الربح الصافي للسهم في تحديد الأسهم المشكِلة لرأس مال الشركة، فهذا العدد يختلف عادة عن عدد الأسهم المقيدة في سجلات الشركة التي لا تتضمن شهادات الاستثمار والأسهم الممتازة.

كما لا يمكن الاعتماد على الربح الصافي لوحده لإجراء المقارنة بين شركات مختلفة، فعدد الأسهم يختلف من شركة إلى أخرى وبالتالي تصبح المقارنة من دون معنى، فكلما ارتفعت هذه النسبة ترتفع قيمة السهم، مما يعني أن السهم ذو ربحية (عائد) مرتفعة، ومما يعني أيضًا أن الجزء الذي يتم توزيعه على المساهمين يرتفع بنفس نسب ارتفاع معدل الربح الصافي للسهم.[1]

2. معدل السعر إلى الربحية Price Earning Ratio.

يستخدم هذا المعدل في تقييم الأسهم، ويتم استعماله على نطاق واسع مقارنة بمعدل الربح الصافي للسهم كونه يستخدم في مقارنة أسهم مختلفة وبالتالي معرفة ما إذا كانت مقيمة أكثر أو أقل من القيمة الحقيقية. وصيغة هذا المعدل هي:

معدل السعر إلى الربحية PER Ratio = سعر السهم / الربح الصافي للسهم.

فإذا افترضنا أن سعر سهم الشركـة (X) في البورصة بتاريخ معين هو 100 دولار، وكان معدل الربح الصافي للسهم هو 5 دولارات يكـون معدل السعر إلى الربحيـة PER في هذه الحالة: 5/100 = 20. ويتغير هذا المعدل من يوم إلى آخر بحسب تقلبات الأسعار في البورصة، فانخفاض سهم الشركة (X) في البورصة إلى 75 دولار يؤدي إلى انخفاض معدل الربحية إلى 15 (5/75). ويعبر هذا المعدل على عدد السنوات الضرورية لامتلاك الأسهم حتى يتم استرداد قيمة اقتنائها (القيمة الأولية لشراء الأسهم) بأرباح الشركة فهو بالتالي مقياس لتراكم الثروة.[2] ويتراوح هذا المعدل في الشركات اليابانية بين 25 و35، مما يعني تشدد أقل من المساهم الياباني لاسترداد

---

[1] محمود صبح، المرجع السابق، ص. 89.

[2] Jean BRILMAN, Claude MAIRE, **Manuel d'Evaluation des Entreprises**, (Paris : Les Editions d'Organisation, 1990), p.57

أصوله، فيما تتراوح هذه النسبة في الولايات المتحدة بين 10 و15.[1] وبالعودة إلى المثال السابق فإنه لاسترجاع سعر شراء السهم يتوجب انتظار 20 سنة لاسترداد قيمـة شراء السهم مع افتراض بقاء أرباح الشركـة ثابتـة (5 دولارات للسهـم). وحتى يكون معدل التسعيـر ذو دلالـة أكبر يجب ربطـه بالأربـاح المستقبليـة للشركة.

فمثلاً إذا كانت أسعار الشركة (X) 200 دولار للسهم بتاريخ 2001/04/15، وكانت التوقعات أن تحقق الشركة نفس نتائج سنة 2001 للسنتين المواليتين (2002 و2003)، مما يسمح للمحلل المالي بحساب الأرباح الصافية المتوقعة للسهم الواحد، كما يمكنه حساب معدل التسعير المستقبلي من خلال الأرباح الصافية المتوقعة وأسعار الأسهم في البورصة.

يتبن من هذا المثال أنه من الضروري تتبع تطور نتائج الشركة ومعدلات الربحية. وطالما أن البورصة هي آلية للتوقعات، فإنه كلما كانت النتائج المتوقعة مستقبلا كبيرة، كلما كان استعداد المستثمر أكبر لمعدلات ربحية كبيرة.[2] وهي الوضعية التي يتم ملاحظتها في الشركات المنتمية إلى قطاع التكنولوجيات الجديدة، فالنمو المتوقع كبير والمستثمر يقيم هذه الشركات بمعدلات ربحية أكثر بكثير من الأرباح المنتظر تحقيقها.

ويستخدم معدل الربحية كذلك في مقارنة قيم الشركة المالية مع باقي قيم الشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع، حيث يتم حساب معدل الربحية المتوسط للقطاع ومقارنته بالمعدل النسبي للشركة والذي يحسب حسب المعادلة التالية:[3]

معدل الربحية النسبي = معدل ربحية الشركة/ معدل ربحية القطاع.

فإذا كان معدل السعر إلى الربحية في قطاع معين يضم أربع شركـات بالنسب الآتيـة: الشركـة (X) = 20، الشركة (Y) = 24، الشركة (Z) = 16 والشركة (W)= 26. في هذه الحالة يكون متوسط معدل السعر إلى الربحية في القطاع مساوياً إلى: (20+24 + 16 + 26)/4 = 21.4.

ويكون معدل الربحية النسبي للشركة (Z): 21.5/16 = 0.74

وبما أن هذا المعدل النسبي للسعر إلى الربحية للشركة (Z) هو أقل من الواحد الصحيح فمعنى ذلك أن هذه الشركة مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية في القطاع، مما يشكل فرصة للمستثمرين لشراء أسهم هذه الشركة على أمل أن يتم بيعها قبل بلوغ قيمتها الحقيقية.

---

[1] Association pour une **T**axation des **T**ransactions **f**inancières pour l'**A**ide aux **C**itoyens. **Attac Moselle Metz,** "les Marchés de capitaux**"**, site web: http://www.local.attac.org/moselle/documents/marches/marches.pdf

[2] Donald .B, KEIM, "Stock Market Regularities: a Synthesis of Evidence and Explanations", In Elroy DIMSON, **Stock Market Anomalies,** (Cambridge: Cambridge University Press, 1988), pp 25-24.

[3] **Société abcbourse.com**, Op. Cit., Page Web : http://www.abcbourse.com/apprendre/af/lecon_af_9_partie2.html

3. الربحية (العائد).

تقيس الربحية المداخيل التي تنجم عن امتلاك السهم مقارنة بتكلفة اقتنائه، وهناك عدة مفاهيم يمكن إبراز طرق حسابها على النحو الآتي:

العائد الإجمالي: (التوزيعات الصافية – الحقوق الجبائية)/ سعر السهم.

العائد الصافي: التوزيعات الصافية / سعر السهم.

ويقيم العائد الصافي تقلبات أسعار الأسهم، مثل معدل التسعير، في لحظة زمنية معينة. وتعتبر التوزيعات هي الدخل الوحيد دون احتساب فائض القيمة المترتب عن احتمال التخلي عن السهم. في هذه الحالة نبحث على معرفة العائد من توظيف عدد من الأسهم على افتراض عدم تغير الأسعار.

هناك عاملان يؤثران في العائد هما التوزيعات وأسعار الأسهم، وبالتالي فإن ارتفاع العائد قد يكون بسبب تحقيق الشركة لنتائج مهمة وتوزيع حصص كبيرة من هذه النتائج على المساهمين في شكل توزيعات، أو بسبب انخفاض أسعار الأسهم في السوق، أو كلا العاملين معاً. ويكون العائد معدوماً في حالة تعرض الشركة لخسارة، وبالتالي إذا كانت التوقعات حول نتائج هذه الشركة تتجه إلى التفاؤل بتحقيق نتائـج مرضيـة مستقبلاً من الأفضل للمستثمر أن يقتنـي أسهمًا من هذه الشـركة وينتظر ارتفـاع أسعـارها مستقبلاً.

II. تقييم أسهم الشركة.

هناك عدة طرق لتقييم أسهم الشركات يمكن تقسيمها إلى فئتين، التقييم على أساس الميزانية والتقييم على أساس التوزيعات المستقبلية.

1. التقييم على أساس الميزانية.

هي طريقة تستخدم على نطاق واسع، وتهدف إلى تقييم الشركة على أساس العناصر المكونة للميزانية، ويتم وفق هذه الطريقة جعل أصول وديون الشركة أقرب إلى الواقع، فيحسب صافي الأصل المحاسبي ويتم تعديله بعد تعديل الأصول والديون، ويتم هذا التعديل نتيجة اختلاف الواقع الاقتصادي على التقييد المحاسبي. وتتم إعادة التقييم بشكل رئيسي للمباني والمخزونات بسبب اختلاف القيمة المحاسبية للعنصر الأول عن قيمته الحقيقيـة، وفقدان العنصر الثانـي (المخزونات) لقيمتـه مع مرور الوقت.[1]

[1] عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، المرجع السابق، ص. 250.

أ - معالجة الأصول والخصوم.

يتم خلال التقييد المحاسبي في الشركة عدم التقييم الدقيق لبعض العناصر المحاسبية كالمصاريف الإعدادية أو الأعباء الموزعة، كما يجب إعادة تقييم السلع والمباني بحسب قيمتها السوقية.[1] ويتم الأخذ في الحسبان الديون المشكوك في تحصيلها، المؤن، ديون الاستغلال والديون خارج الاستغلال، بينما يترك الرأس المال الخاص جانباً ليتم إدراجه في ديون التوزيعات المدفوعة فقط.[2] ويمكن إعطاء مثال توضيحي من خلال ميزانية الشركة (X) في الجدول المبين أدناه.[3]

ميزانية الشركة (x)

الأصول			الخصوم	
	الخام	المبلغ الصافي		المبلغ الصافي
أصول غير مادية	60 000	60 000	رأس مال خاص	340 000
مصاريف الإعدادية		5 000	الاحتياطات	85 000
المباني		400 000	النتيجة	50 000
أصول مالية		50 000	احتياطات قانونية	30 000
المخزونات	150 000	120 000	مؤن على الأعباء	70 000
الزبائن	500 000	450 000	الديون المالية	50 000
أعباء للتوزيع		15 000	ديون الاستغلال	480 000
الصندوق		30 000	ديون خارج الاستغلال	25 000
المجموع		1 130 000	المجموع	1 130 000

على افتراض أن مجلس الإدارة اتفق على تخصيص مبلغ 25000 دولار للتوزيعات، فإن صافي الأصل المحاسبي يحسب على النحو الآتي:

أ. الأصول=1130000 –(مصاريف إعدادية 5000+أعباء للتوزيع 15000) = 1110000.

ب. الديون = مؤن على الأعباء 70000 + ديون مالية 50000 + ديون الاستغلال 480000 + ديون خارج الاستغلال 25000 - توزيعات 25000 = 600000

وبالتالي يصبح صافي الأصل المحاسبي: الأصول– الديون=1110000 – 600000= 510000 وهو المبلغ الذي يتم تقسيمه على المساهمين في حالة تصفية الشركة.

ب - عملية إعادة التقييم.

على افتراض أن الواقع الاقتصادي قدم البيانات الآتية:

– أسعار المباني في سوق العقارات مرتفع بـ 30 % عن القيمة المحاسبية.

---

[1] عبد الغفار حنفي، المرجع السابق، ص. 78

[2] نفس المرجع.

[3] **Société abbourse.com**, Op. Cit., Page Web :
http://www.abcbourse.com/apprendre/af/lecon_af_11_partie1_2.html

- تضمن المخزن منتجات انتفت مدة صلاحيتها، كما انخفضت أسعار المواد الأولية في السوق مما أثر على قيمة المخزون بنسبة 25 % انخفاضاً.
- انخفاض ديون الاستغلال بنسبة 5 % مقارنة بقيمتها المحاسبية.

تؤدي هذه المعطيات إلى تعديل صافي الأصل المحاسبي ليصبح:

الأصول = 1110000 + (40000 × 30 %) مباني – (120000 × 25 %) مخزونات = 1200000 دولار.

الديون = 600000 – (480000 × 5 %) ديون الاستغلال = 575750 دولار

وليصبح صافي الأصل المحاسبي بعد التعديل = 1200000 – 575750 = 624250 دولار.

إن الفرق بين صافي الأصل المحاسبي قبل التعديل وبعده يظهر ارتفاعاً في القيمة النظرية للشركة بنسبة 22.4 % . ولحساب القيمة النظرية لسهم الشركة يكفي قسمة صافي الأصل المحاسبي بعد التعديل على عدد الأسهم المكونة لرأس مال الشركة.

إن تقييم الشركة على أساس هذه الطريقة يعتمد على تأثير المؤشرات الاقتصادية المختلفة، كأسعار المواد الأولية، أسعار العقارات، أسعار البيع، ويتم من خلال هذه المؤشرات تعديل قيمة الشركة لتكون قريبة من الواقع. غير أن الصورة التي تقدمها هذه الطريقة هي تقييم لتصفية الشركات أكثر منه تقييم لأسهم الشركات المتعاملة في السوق المالي، كما أنها لا تأخذ بعين الاعتبار العوائد المستقبلية للشركة وهو ما تطرقت إليه الطريقة الموالية.

2. التقييم على أساس العائدات المستقبلية.

هي طريقة أكثر حركية مقارنة بالطريقة السابقة، وتعتمد على التوقعات المستقبلية بشأن تطور عائدات أسهم الشركة وهو المبدأ الذي تقوم عليه البورصة (التوقعات المستقبلية). أما جوهر هذه الطريقة فيتمثل في أن السعر الحالي للسهم ما هو إلا القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية للسهم (التوزيعات). **و**وفقا لهذا النموذج فإن القيمة الحقيقية للسهم ينبغي أن تساوي القيمة الحالية لمجموع التدفقات المستقبلية متمثلة في التوزيعات التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من ملكيته لهذا السهم، ويتم التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=n}^{\alpha} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث: P_0 : القيمة الحالية للسهم (القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر في السوق).

D_t : قيمة التوزيعات المتوقعة من السنة الأولى (1) إلى السنة n (α).

K : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر (معدل الخصم)

ويمكن لنموذج التوزيعات الموضح في المعادلة، أن يأخذ عدة أشكال حسب معدل نمو التوزيعات إذا كان ثابتًا أو نمو صفري أو نمو غير ثبات .n

أ - حالة النمو المعدوم.

يحصل المستثمر في هذه الحالة على عائد دوري ثابت، أي أن التوزيعات تنمو بمعدل يساوي إلى الصفر.[1] و يتم تقييم السهم العادي وفقا للمعادلة الآتية:

قيمة السهم = التوزيع المحتمل / العائد المطلوب

$$p_0 = \frac{D}{K}$$

ولتوضيح هذه الحالة، نفترض أن التوزيعات النقدية لأحـدى الشـركات كانـت 1.14 دولار للسهم الواحد وكان العائد المطلوب من المستثمر هو 12.2 % يصبح تقييم السهم كالآتي:

P_0 = 0.122/1.14 = 9.34 دولار.

فإذا كان سعر السهم في البورصة هو 8 دولارات مثلاً ينصح بشراء السهم لانخفاض تقيـيم السوق للسهم عن القيمة الحقيقية له. أما إذا كان سعر السهم في البورصة 10 دولارات مثلاً فينصح بعدم الاستثمار في هذه الورقة كون سعر السوق مغالى فيه. وبطريقة عكسية يمكن حسـاب معـدل العائد المتوقع من الاستثمار في السهم بمعرفة آخر توزيع تم دفعه والسعر السوقي للسهم، فتصـبح المعادلة على النحو الآتي:[2]

$$K = \frac{D}{P_\circ}$$

وبالرجوع إلى المثال السابق، وبالاعتماد على السعر الجديـد الـذي بلغـه السـهم وهـو 8 دولارات، وكون معدلات نمو التوزيعـات صفريـة أي 1.14 دولار للسهم الواحـد سنويًا، يصبح معدل العائـد المتوقع كالآتي:

K = 8/1.14 = 0.1425 = 14.25 %

وينصح المستثمر بشراء السهم، كون العائد المتوقع (14.25 %) أكبر من العائد المطلوب في بداية المثال وهو 12.2 %.

[1] منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص.ص. 370- 372.
[2] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص.198-199.

ب - حالة النمو غير الثابت.

يطلق عليه النموذج المتعدد في هذه الحالة يتميز معدل النمو بعدم الثبات، وترتبط هذه الحالة عادة بالمؤسسات الحديثة النشأة، حيث يكون المعدل في البداية منخفض بسبب إعادة استثمار الأرباح، ثم يتزايد هذا المعدل إلى غاية مرحلة النضوج ثم يبدأ في الانخفاض إلى أن يستقر في مستوى معين، ويتم حساب قيمة السهم كالآتي :

قيمة السهم = القيمة الحالية للتوزيعات في المرحلة الأولى بمعدل نمو معين + القيمة الحالية للتوزيعات في مرحلة ثانية بمعدل نمو آخر.

جـ. التوزيعات الثابتة.

يعتبر نموذج "غوردون وشابيرو Gordan & shappiro" صورة مثلى لهذه الطريقة، ويفترض هذا النموذج وجود توزيعات دائمة من طرف الشركة وبالتالي فلا أثر لفوائض القيمة في هذا النموذج. أما صيغته فهي على النحو الآتي:

$$P_0 = D/(k_c - g)$$

حيث:

P_0: القيمة النظرية للسهم.

D: التوزيعات المتوقعة للفترة الأولى.

k_c: معدل الربحية المرتقب من طرف المساهم.

G: معدل نمو التوزيعات.

- حساب معدل نمو التوزيعات g: لحساب هذا المعدل يجب توفر معطيات تاريخية حول السهم، وتوقعات المحللين للتوزيعات المستقبلية، مع وجوب أن يكون معدل الربحية k_c أكبر من معدل نمو التوزيعات g.[1] فإذا توقع المستثمر أن نتائج وتوزيعات الشركة (X) ستتضاعف خلال 5 سنوات، وكانت الربحية التي يرغب المساهمون في تحقيقها 20 % وكان آخر توزيع من طرف الشركة هو 5 دولارات للسهم الواحد. لحساب معدل نمو التوزيعات نفترض أن D_0 هي التوزيعات الحالية، وD_1 هي التوزيعات بعد 5 سنوات. وحيث أن التوزيعات يتوقع أن تتضاعف بعد 5 سنوات يصبح:

$$D_1 = 2 \times D_0$$

$$D_0 \times (1+ g)^5 = D_1$$

$$D_0 \times (1+ g)^5 = 2 \times D_0$$

[1] منير إبراهيم هندي، المرجع السابق، ص. 373.

$$(1+g)^5 = 2$$

$$g = 2^{1/5} - 1$$

$$g = 0.1487$$

وبالتالي فإن معدل نمو التوزيعات هو 14.87 % للسنوات الخمس القادمة، وحسب فرضية النموذج (استمرار نمو التوزيعات) تتحقق صيغة النموذج كما يلي:

$$P_0 = 5/(0.2 - 0.1487) = 97.46\ \$$$

- مقارنة أسهم عدة شركات: يكون هذا المعدل ذو دلالة أكبر إذا تم تطبيقه علـى شـركات تنتمي إلى نفس قطاع النشاط. ولإعطاء مثال عن ذلك نفترض ثلاث شركات (X)، (Y) و(Z) وتم تجميع المعطيات الآتية حول هذه الشركات:

معدل نمو التوزيعات "g"

	سعر السهم P_0	التوزيعات D	الربح الصافي	معدل نمو التوزيعات g
الشركة X	25	2	3	5 **%**
الشركة Y	70	6	8	6 **%**
الشركة Z	300	15	25	5.5 **%**

معدل الربحية $PER = P_0 / BN$

	PER
الشركة X	8.3
الشركة Y	8.7
الشركة Z	12

كلما ارتفع معدل الربحية كانت قيمة الشركة كبيرة، وفي هذا المثال الشركة (X) هي أقل تقييماً، أمـا الشركة (Z) فهي الأكثر تقييماً. وبالرجوع إلى نموذج "غوردون-شابيرو" فإن الجانب الحركي لهذا النموذج المعتمد على التوزيعات المستقبلية يسمح بإلقاء الضوء على بعض العناصر:

صيغة النموذج هي: $P_0 = D/(k_c - g)$

ينتج عن هذه الصيغة: $k_c = g + (D/ P_0)$

وبتطبيق هذه الصيغة الجديدة على معطيات المثال يصبح:

	معدل الربحية المرتقب k_c	k_c
الشركة X	5 % + (25/2)	13 **%**
الشركة Y	6 % + (70/6)	14.6 **%**
الشركة Z	5.5 **%** + (300/15)	13.5 **%**

يتضح من خلال معدل ربحية السهم أن الشركة (Y) ذات أرباح أكبر من باقي شركات القطاع. وطالما أن معدل تسعير الشركة (X) هي الأقل بين الشركات، فالمستثمر قد يكون من الأفضل له الاستثمار في أسهمها بسبب توقع تحسن الأداء في المدى المتوسط.

III . تقييم السندات.

ترتبط عملية تقييم السندات بالمفاهيم الأساسية التي تتضمنها هذه الورقة، حيث يؤدي تحديد القيمة الحالية للسند وتوقع الفائدة التي يحصل عليها المستثمر إلى تقييم السند بشكل يتيح للمستثمر اتخاذ القرارات حول السندات المطروحة للتداول. كما يسمح تقييم السندات بتكوين الحافظة المالية، حيث أن طابع الثبات الدوري لعوائدها يجعل من الضروري للمستثمر إدراج السندات في الحافظة في إطار سياسة التنويع وبالتالي تفادي الخسائر الناجمة عن تقلبات أسعار باقي الأوراق المالية. وسيتم فيما يلي التطرق إلى محددات تقييم السندات.

1. حساب الفائدة.

الفائدة هي تعويض يمنح من المُقترض إلى المُقرض مقابل تقديم هذا الأخير لرأس مال لمدة زمنية محددة بين الطرفين، وتنقسم الفائدة إلى فائدة بسيطة وأخرى مركبة.

أ - الفائدة البسيطة.

تتحدد الفائدة البسيطة برأس المال المُقترض (الموظف) C، مدة القرض (مدة التوظيف) n، معدل الفائدة السنوي t، والفائدة المدفوعة i، وصيغة الفائدة البسيطة هي:

$$i = (c \times t \times n)/100$$

فبافتراض أن شخصًا ما، قام باقتراض مبلغ 5000 دولار بآجال استحقاق تمتد إلى سنتين، وبمعدل فائدة سنوي 10 %، يمكن في هذه الحالة حساب الفائدة البسيطة المدفوعة على النحو الآتي:

$i = (5000 \times 2 \times 10) / 100 = 100$ دولار.

وتختلف الصيغة المستخدمة لحساب الفائدة البسيطة بحسب طريقة حساب آجال الاستحقاق، فعند استخدام الأشهر في آجال الاستحقاق تعدل الصيغة السابقة على النحو الآتي:

$$i = (c \times t \times n)/1200$$

أما إذا تم الحساب على أساس الأيام، وهي الصيغة الأكثر استعمال في عمليات التسديد الآجلة في البورصة، فتتحول الصيغة إلى:

$$i = (c \times t \times n)/36500$$

وكمثال حول حساب الفائدة في إطار التعاملات في البورصة، نفترض أنه تم شراء أسهم بمبلغ 10000 دولار على أساس التسوية الآجلة، وكان معدل الفائدة السنوي المطبق من طرف السمسار هو 6 %، وتم الاحتفاظ بهذه الأسهم لمدة 25 يومًا قبل اتخاذ قرار إعادة بيعها، تصبح كُلفة هذا القرض بالشكل الآتي: i = (10000 × 6 × 25) / 100 = 41 دولار.

ب - القيمة الحالية.

تمثل القيمة الحالية رأس المال الابتدائي إضافة إلى الفوائد المترتبة عليه خلال فترة زمنية من توظيف رأس المال. وصيغتها هي:

$$Cn = C\left[1 + \left(\frac{t \times n}{100}\right)\right]$$

حيث Cn تمثل القيمة الحالية، C رأس المال، t معدل الفائدة السنوي، وn عدد السنوات.

وكمثال حول القيمة الحالية، نفترض أنه تم توظيف رأس مال بقيمة 5000 دولار لمدة 3 سنوات بمعدل فائدة 10 %. فإذا تم حساب القيمة الحالية دون رسملة للفوائد،[1] تكون قيمة هذا التوظيف:

$$Cn = C\,[1 + (10\times3)/100] = 6500\$$$

الملاحظ أن الفائدة البسيطة لا يترتب عنها تحقيق فوائد جديدة (رسملة).

ج . الفائدة المركبة.

يكون رأس المال موظفاً حسب الفائدة المركبة إذا أضيفت الفائدة المحققة كل فترة إلى الرأس المال الابتدائي الموظف، أو ما يعرف برسملة الفائدة.

والصيغة العامة لهذه الرسملة هي:

$$Cn = C_0 \times (1+i)^n$$

حيث Cn القيمة الحالية للتوظيف خلال n من السنوات، C_0 رأس المال الابتدائي، n عدد سنوات التوظيف وi معدل الفائدة للفترة. ولفهم الفائدة المركبة نفترض أنه تم توظيف 10000 دولار في حساب للمدخرات بمعدل فائدة 4 % سنوياً، يترتب عن عملية الرسملة بعد 5 سنوات ما يلي:

$$C5 = 10000 \times (1+0.04)^5 = 12166$$

أما إذا رغب المستثمر في معرفة رأس المال الابتدائي الموظف لتحصيل مبلغ معين بعد فترة زمنية، تعكس الصيغة السابقة لتصبح: $C_0 = Cn \times (1+i)^{-n}$

[1] المقصود برسملة الفائدة هو حسابها على أساس الفائدة المركبة.

وكمثال حول هذه الصيغة، نفترض أن مستثمر يتطلع إلى الحصول على مبلغ 300000 دولار بعد 25 سنة، فإذا كان معدل الفائـدة المطبق هو 5 %، يكون المبلغ الواجب توظيفـه في هذه الحالة:

$$C_0 = 300000 \times (1+0.05)^{-25} = 88591 \$$$

د.المدفوعات.

المدفوعات هي متتالية تتم خلال فترات زمنية منتظمة قد تكون سنوية، شهرية،... وتستخدم عادة في تشكيل رأس المال أو في تسديد الديون. وتستخدم التسديدات الثابتة لتبسيط الحساب وصيغتـها هي:

$$Vn = a.[(1+i)^n-1] / i$$

حيث Vn القيمة الحالية، a مبلغ التسديدات، n عدد التسديدات، وi معدل الفائدة. وكمثال حول هذه الصيغة، نفترض أنه تم اقتراح على مستثمر توظيف رأس ماله خلال فترة 10 سنوات مع اقتطاع آلي بقيمة 200 دولار شهرياً لتكوين رأس مال جديد، مع معدل فائدة 6 % سنوياً. يتم تعديل معدل الفائدة السنوي إلى معدل فائدة شهري ليصبح: 6 % /12 = 0.5 % شهريًا. وعلى اعتبار أن الفترة هي 10 سنوات تعدل بدورها إلى أشهر لتصبح: 120 (10 × 12).

يكون رأس المال المتحصل عليه نهاية الفترة:

$$Vn = 200 \times [(1+0.005)^{120}-1] / 0.005 = 32775\$$$

وقد تم تحصيل هذا المبلغ بعد دفع 24000 دولار على فترات (200 دولار× 120).

أما لحساب مبلغ التسديدات الواجب دفعها للحصول على مبلغ معين، تعكس الصيغة السابقة بحيث تصبح:

$$a = Vn \times i /[(1+i)^n-1]$$

وتسمح هذه الصيغة بتحديد المبلغ الواجب ادخاره شهرياً بمعدل فائدة وفترة زمنية محددين للحصول على مبلغ معين خلال مدة توظيف الادخار. وكمثال عن الصيغة السابقة نفترض أن مستثمرًا يرغب في تحصيل مبلغ 100000 دولار خلال 15 سنة مع معدل فائدة معلوم 6 %، للحصول على هذا المبلغ يجب ادخار المبلغ الآتي:

بعد تعديل المعدل السنوي للفائدة إلى معدل شهري 0.5 % شهريا، وتعديل التسديدات السنوية إلى تسديدات شهرية 180 دفعة (15 × 12) يكون المبلغ الواجب توظيفه (تسديده) شهرياً:

$$a = 100000 \times 0.005 /[(1+0.005)^{180}-1] = 344\$$$

إن حساب مختلف الصيغ السابقة تقوم به شركات توظيف رأس المال، حيث يقوم المسـتثمر الذي يرغب في توظيف رأسماله باللجوء إلى الشركات الاستثمارية، أو صناديق الادخار وغيرهـا من شركات التوظيف المالي، ويسمح التحديد الدقيق لهذه الصيغ المالية باتخاذ القرارات الصائبة.

2. نموذج تقييم السندات.

تتوقف قيمة السندات على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وتمثل هذه التدفقات في حالة السندات جميع مدفوعات الفائدة بالإضافة إلى أصل السند. ويؤثر معدل الفائدة عند إصدار السند على قيمته، فإذا كان هذا المعدل أقل من معدل الفائدة السائد في السوق فإن السند يباع بأقل من قيمته الاسمية، ويحدث العكس إذا كان معدل الفائدة تاريخ إصدار السند أكبر من المعدل السائد في السوق.[1]

ويؤثر التضخم بشكل كبير على السندات مقارنة بالأسهم، فالعائد الثابت الذي تدره السندات على صاحبها يجعلها أكثر تأثرًا بتغيرات معدلات التضخم، حيث من شأن ارتفاع هذه المعدلات أن يؤدي إلى ارتفاع مقابل له في معدلات الفائدة، مما يؤثر على قيمة السندات وبالتالي درجة إقبـال المستثمريـن عليها.

وما يمكن استخلاصه من دراسة التحليل المالي، هو أن هذا التحليل يأخذ بالظروف الداخلية للشركات والبيئة المحيطة بها في إطار القطاع الذي تنتمي إليه، حيث أن تقييم الأسهم يخضع بشكل أساسي لحسابات الشركة الداخلية، وبغض النظر عن القوائم المالية المختلفة، نجد أن العوامل الداخلية المؤثرة في تقييم الأسهم في البورصة تتمثل في التغيرات على أصول وخصوم الشركة، حيث أن التقييم المحاسبي لا يعبر عن القيمة الحقيقية لممتلكات الشركة، بما أن بعض عناصر الميزانية تتغير قيمتها المحاسبية عن قيمتها الاقتصادية، فمن واجب المحلل المالي أن يحدد تلك التغيرات لإعطاء القيمة الحقيقية للسهم. وليكون التقييم أكثر دقة يجب الأخذ بمستقبل الأسهم وهو ما يتوفر من خلال توقع التوزيعات المستقبلية للأسهم، ويسمح معدل الربحية بإجراء المقارنة بين مختلف شركات القطاع وبالتالي توفير خيار إضافي للمستثمر لاتخاذ قراراته.

ويشكل تقييم السندات عنصرًا إضافيًا للمستثمر لتكوين حافظته المالية، فالعائدات الثابتة التي توفرها السندات تسمح له بتقليل المخاطر، وتتأثر السندات بالعديد من المحددات تتمثل أبرزها في معدلات الفائدة، والتدفقات الحالية للتوظيف، فضلاً عن التضخم الذي من شأن ارتفاع معدلاته أن يؤثر على قيمة السند.

[1] منير إبراهيم هندي، **أساسيات الاستثمار...**، المرجع السابق، ص. 495.

وغني عن البيان سبب التركيز على تقييم الأسهم والسندات، فهاتين الورقتين تعتبران أبرز الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية، كما أن الأسهم والسندات تشكلان أساس التعاملات في بورصات الجزائر، المغرب وتونس، حيث لم يرق التعامل في المنتجات المالية المبتكرة في تلك الدول إلى المستوى العالمي. وقد تخصص دراسات مستقبلاً حول تقييم هذه الأوراق المالية الجديدة.

المبحث الثالث: التحليل الفني.

يشكل التحليل الفني (التقني) توقعاً للاتجاهات المستقبلية للسوق من خلال دراسة المنحنيات، وعلى العكس من التحليل الأساسي الذي يهتم بأسباب التغيرات المحتملة في السوق، يبحث التحليل الفني في تكييفها إلى منحنيات بيانية أو مؤشرات إحصائية بهدف متابعة مختلف حالات التوقع، والتي تعتمد على معطيات السوق بشكل أساسي (أسعار الأسهم، حجم التداول...). فيتم التركيز على دراسة تغيرات الأسعار في الماضي ومحاولة وضع نمط للتغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم مما يساعد على التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل.[1] وكمقارنة بسيطة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني فإن التحليل الأول يسمح بالإجابة عن السؤال التالي: هل يتم البيع أو الشراء؟، أما التحليل الفني فيتوقع الإجابة عن السؤال: متى يتم البيع أو الشراء؟.

ويعتمد التحليل الفني أساساً على نفسية المتعاملين في السوق كونهم يتخذون القرارات على أسس غير أكيدة، وهو ما يؤدي إلى ظاهرة التسرع Anticipation. فالمتعامل الاقتصادي لا يتصرف فقط وفق عوامل موضوعية (التي ترتكز على التحليل الأساسي مثلاً) ولكن على أساس ما يفكر فيه المتعاملون الآخرون. ويدفع عدم اليقين إلى ظاهرة التتابع Imitation، فالسلوك الذي ينجم عن حالة عدم اليقين يطرح تساؤل عند المتعامل كأن يقول مثلاً: ما دام الآخرون تصرفوا بهذه الطريقة، فذلك لتوفرهم على معلومات لم أطلع عليها بعد، وتتجلى آلية التتابع والتسرع بصورة واضحة في مفهوم سلوك القطعان Herd Behavior.[2] إن الفكرة الأساسية للتحليل الفني أن هذا "البعد النفسي" للسوق يعبر عنه في أسعار الأسهم.[3] وقبل التعرض إلى بعض أدوات التحليل الفني من الضروري معرفة مؤشرات البورصة والتي تعتبر أساس هذا النوع من التحليل، فإذا كانت البورصة في نظر العديد من الاقتصاديين المرآة العاكسة لحالـة اقتصـاد البلد، فإن مؤشرات البورصـة هي التمثيل البيانـي لهذا الانعكاس.

---

[1] منير إبراهيم هنيدي، المرجع السابق، ص.217

[2] فوزي زكي، "المخاطـر الناجمـة عن عولمة الأسواق المالية"، **مجلة دراسـات اقتصـادية**، (الجزائـر: دار الخلدونيـة، العـدد الثانـي: 2000)، ص. 37

[3] Bertrand JAQCUILLAT, Bruno SOLNIK, Op. cit., P.48

I. مؤشرات البورصة

يعد مؤشر البورصة تقنية تمكن مستخدميها من إعطاء فكرة حول تطورات مستوى الأسعار السائدة في البورصة، ويعتبر تغير مؤشرات البورصة مهما كانت ضآلة هذا التغير بمثابة حدث وطني خاصة في الدول المتقدمة، بينما يشكل انهيار هذا المؤشر كارثة حقيقية تستدعي تدخل الحكومات لمحاولة تغيير اتجاه هذا الانهيار.[1] ويُعتمد في حساب المؤشرات إما على جميع الأسهم الصادرة من الشركات المساهمة المسجلة في البورصة بمعدل سهم واحد عن كل شركة أو على أساس عينة من أسهم المؤسسات المتداولة. وتعطي تلك المؤشرات تمثيلاً لواقع البورصة فقد تكون ممثلة لمختلف القطاعات الاقتصادية وبالتالي تعكس اتجاه مجمل القيم المتضمنة فيه مثل مؤشر داوجونز Dow Jones في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يمثل بورصة نيويورك، ومؤشر الداكس Dax في ألمانيا، ومؤشر نيكاي Nikkei والذي يمثل بورصة طوكيو باليابان؛ أو أن تمثل تلك المؤشرات قطاعات محددة من الاقتصاد مثل مؤشر داوجونز لمتوسط النقل Dow Jones Transportation Average (DJTA) والذي يشمل قيم قطاع النقل أو مؤشر الخدمات العامة لداوجونز Dow Jones Utility Average (DJUA) والممثل لقطاع الطاقة.[2]

ولمؤشرات البورصة استخدامات عديدة تهم كافة المتدخلين في البورصة، ويسمح التصميم الجيد لهذه المؤشرات تقديم توقعات عن الحالة الاقتصادية خاصة إذا كانت الشركات المدرجة في البورصة تشكل الدعامة الرئيسية للاقتصاد. كما تقدم مؤشرات البورصة فكرة حول عائدات الحافظة المالية للمستثمرين، فلن يكون من الضرورة تتبع كل ورقة مالية من أوراق الحافظة بشكل منفرد مادام مؤشر البورصة يعكس تغيرات جميع الأوراق.[3] وعلى الرغم من وجود عدد كبير من المؤشرات في مختلف البورصات العالمية والاختلاف فيما بينها في طرق حسابها وكيفية بنائها، إلا أنها تعتمد على جملة من القواعد الأساسية تتمثل في اختيار العينة وتحديد الأوزان النسبية للعينة.[4]

II. المنحنيات.

تعتبر المنحيات البيانية القاعدة الأساسية للتحليل الفني، وتتواجد منحنيات البورصة تقريباً في كل مكان من الدول المتقدمة، في الجرائد على القنوات التلفزيونية أو على شبكة الانترنيت. وتسمح قراءة المنحنى البياني بمعرفة تاريخ الشركة، كما أن اتخاذ القرار حول سهم معين يخضع كنوع من

---

[1] **World Federation of Exchanges**, annual report 2001, Op. cit., P25 .

[2] منير إبراهيم هندي.المرجع السابق، ص129.

[3] Bernard BELLETANTE, Op. Cit., p.132

[4] منير إبراهيم هندي.المرجع السابق ص.ص. 132-140.

الضمان عادة لتلك المنحنيات.[1] وهي الطريقة المعتمدة في اتخاذ القرار من قبل المحللين الكميين، فيقوم المحلل برسم الاتجاهات العامة لأداء السوق ووضع الصيغ الرياضية الملائمة، وقد يغني الرسم البياني بالتالي عن الخطب التحليلية الكثيرة. إن فهم طريقة عرض المعلومات ضروري لفهم التحليل الذي يعتمد على المنحنيات، ويمكن إبراز بعض الأشكال البيانية المعتمد عليها في التحليل الفني على النحو الآتي:

1. المنحنى المستمر.

هو أكثر المنحنيات بساطة، ويمثل هذا النوع من المنحنيات أسعار الإقفال اليومية للأسهم ويتم الربط بين سعري الإقفال بخط مستقيم، ويمثل المحور الأفقي الزمن أما المحور العمودي فيمثل الأسعار. ولا يمكن عملياً الاعتماد على المنحنى المستمر فالمشكل يكمن في اختيار القيمة الممثلة للسعر في اليوم حيث يتم الاعتماد عادة على أسعار الإقفال وعدم إبراز باقي التغيرات الهامة في الأسعار اليومية (سعر الافتتاح، أعلى سعر، أو أدنى سعر).[2] ويتم رسم المنحنى المستمر في حالة اعتماد الأسبوع كوحدة زمنية عن طريق الأخذ بآخر تسعير للأسبوع، أو عن طريق حساب المتوسط الحسابي لأسعار الأسبوع للإقفالات اليومية.

الشكل 8 : المنحنى المستمر لتطور أسعار الأسهم عبر الفترات الزمنية

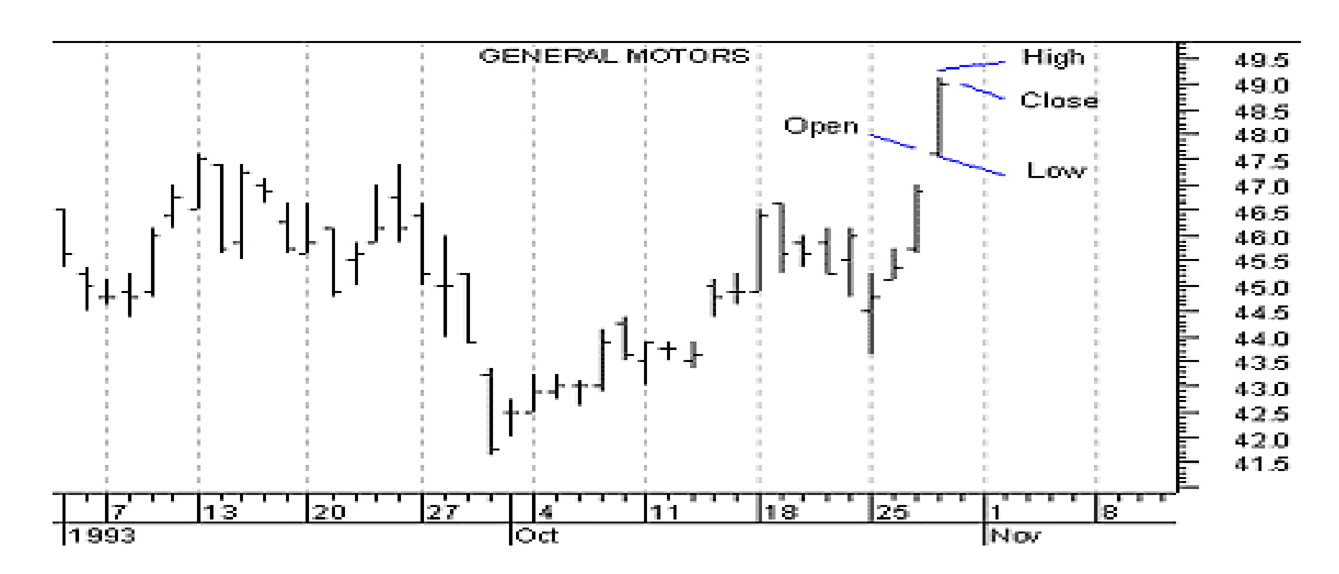
[1] **Comprendre la Bourse,** Op. Cit., Web Page :
http://www.comprendrelabourse.com/Analyse/AnalyseTechnique/anaTech_pres.htm

[2] محمد صالح الحناوي، المرجع السابق، ص 159.

2. منحنى الأعمدة.

ينشر منحنى الأعمدة العديد من المعلومات حول السعر: سعر الافتتاح، أعلى وأدنى سعر في جلسات التداول إلى جانب سعر الإقفال، ويعتبر هذا المنحنى الأكثر استعمالاً في التحليل الفني، وتمثل قمة الأعمدة السعر الأعلى الذي تم بلوغه خلال الجلسة، فيما يمثل أسفل الأعمدة السعر الأدنى أثناء التعاملات في ذاك اليوم. كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل 9: منحنى الأعمدة لأسهم شركة جنرال موتورز GM في بورصة باريس



Source: **Comprendre La Bourse,** Web Site: http//: www.comprendrelabourse.com

3. منحنى الفرع الواحد Candlesticks.

وهي تقنية مستمدة من اليابان، وظهرت في القرن الثامن عشر واستعملت في تحديد أسعار الأرز.[1] وتم تحويل هذه التقنية إلى الأسواق المالية فأصبحت تستخدم لتحديد الأسعار الماضية من خلال المنحنى. ومثلها مثل طريقة الأعمدة تظهر المعطيات التالية في المنحنى: سعر الافتتاح، سعر الإقفال، السعر الأقصى والأدنى في الجلسات، وتختلف عن طريقة الأعمدة من حيث إظهارها لمفهوم إضافي يتمثل في ظهور الانخفاض في الفترة باللون الأسود، أما الارتفاع فيظهر باللون الأبيض.

4. خرائط النقط والشكل.

يهتم هذا النوع من التمثيل البياني بالتسعير وليس بالزمن، وهدفه إبراز التغيرات الهامة في العرض والطلب على الأوراق المالية. فيتم الاعتماد على حرف X لإظهار ارتفاع السعر، وعلى

[1] نفس المرجع.

الحرف O لإبراز الانخفاض. ولن يُمثل التغير في الأسعار سواءً بالانخفاض أو الارتفاع إلا في حدود يتم الاتفاق عليها بين المحللين تعرف بالعلبة Box كما أن الانتقال من عمود يبرز الانخفاض إلى أخر يظهر الارتفاع لن يتم إلا ضمن حدود تشكل تغيراً بارزاً في الأسعار.[1] ولفهم هذا التمثيل نفترض المعطيات التالية حول أسعار الأسهم بالدولار لشركة x في الفترة الممتدة بين 10 أكتوبر و25 أكتوبر:

تطور أسعار أسهم الشركة x (10 أكتوبر -25 أكتوبر)

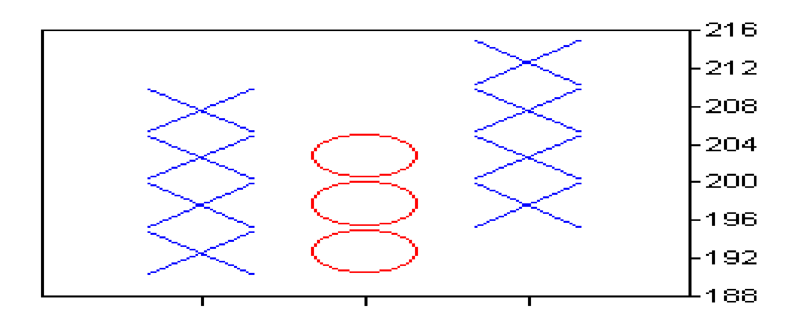
التاريخ	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25
السعر	190	196	201	206	208	212	204	206	205	189	187	203	206	209	215	221

نفترض أنه تم الاتفاق على 5 دولارات كحد للعلبة (أي الحد الذي يسمح بتمثيل إشارة التغير ارتفاعًا أو انخفاضًا)، كما تم الاتفاق على أن الانتقال من عمود إلى آخر يتم تمثيله إذا حدث التغير ارتفاعًا أو انخفاضًا في حدود 15 دولار.

إن الأخذ بسعر 190 دولار كسعر أساس، يتطلب رسم الحرف X بما أن السعر الموالي هو 196 دولار تعبيراً عن صعود السعر وهو ما ينطبق على الأسعار الموالية. غير أن بلوغ السهم لسعر 208 دولار لن يمثل لأنه كان في حدود دولارين (208-206) أي أنه أقل من الحد المطلوب (العلبة). ليستأنف تمثيل الارتفاع عند بلوغ السعر 212 لتجاوزه السعر السابق (206) بأكثر من 5 دولارات. ويلاحظ أن السعر بدأ بعد ذلك بالانخفاض: 204، 206، 205 دولار، غير أن هذا الانخفاض لم يكن بشكل بارز مما لا يستدعي الانتقال إلى عمود آخر حيث حُدد التغير من الارتفاع إلى الانخفاض بـ 15 دولار في هذا المثال. لذلك فإنه عند السعر189 دولار يتم الانتقال إلى عمود آخر يمثل الانخفاض لتجاوز الفرق بين السعر السابق (205) وسعر اليوم (189) أكثر من 15 دولار ويتم هذا التمثيل بالحرف O، مثلما يوضحه الشكل 10:

[1] **Société abbourse.com**, Op. Cit., Page Web :http://www.abcbourse.com/apprendre/at/lecon13.html

الشكل 10: منحنى خرائط النقط والشكل



Source: Société abcbourse.com, Web page : www.abcbourse.com.

III. خطوط الاتجاه.

تمثل خطوط الاتجاه القانون الأساسي للتحليل الفني، ويعتبر شارلز داوCharles DOW[1] أول من تتبع اتجاهات الأسعار في نظريته والتي تركزت على تضمن سعر السهم لجميع المعلومات المتاحة في السوق.[2] ومن شأن التحديد الدقيق لهذه الخطوط أن يساعد على فهم اتجاهات السهم وكيفية تطوره.

الشكل 11: منحنى يوضح خطوط الاتجاه لسهم شركة IBM في بورصة باريس



Source: Société abcbourse.com, Web page : www.abcbourse.com.

---

[1] شارلز داو هو صاحب نظرية DOW ونظرًا للدور الذي قام به جونز في إثراء هذه النظرية سمي المؤشر DOW JONS باسميهما.
[2] منير ابراهيم هندي، المرجع السابق ص.ص. 238-239 .

وتعطي خطوط الاتجاه الضوء الأخضر للمستثمرين لاتخاذ قرارات البيع أو الشراء.[1] وكمثال لفهم تحليل هذه الخطوط سوف يتم الاعتماد على المنحنيات اليومية لسهم شركة IBM في السوق المالي الفرنسي لسنتي 1997 و1998.[2] إن إلقاء نظرة أولية للشكل 11 تبين الاتجاه العام نحو الارتفاع خاصة خلال الأشهر الأخيرة (أكتوبر، نوفمبر، ديسمبر من سنة 1998). لكن بالتوسع في التحليل يتم التوصل إلى النتائج الآتية:

1. تحديد مستوى المقاومة.

يتم رسم الخط A بحيث يكون ملامساً لأعلى مستويات بلغها منحنى سهم IBM، وتم الاعتماد على هذا الخط دون سواه لأنه كان يمس المنحنى في ثلاث نقاط على الأقل وهو ما يجعله أكثر تعبيراً في التحليل. الملاحظ بالنسبة لأسهم IBM هو عدم تجاوزها لخط المقاومة A وقد استمر هذا الاتجاه لمدة سنة تقريباً (من منتصف سبتمبر 1997 إلى غاية بداية أكتوبر 1998)، ويسمى خط الاتجاه في هذه الحالة بمستوى المقاومة Resistance Area لمقاومته اتجاه الارتفاع. ومع تجاوز منحنى أسعار أسهم IBM لمستوى المقاومة فإن تغييرات بارزة تمت في الأسعار بانتقالها من 65 إلى 74 يورو في أقل من أسبوعين.[3] وبالتالي فالنصيحة التي قد يقدمها المحلل إلى المستثمر عند تجاوز مستوى المقاومة هو التشجيع على شراء الأسهم ليتم جني الأرباح فيما بعد أي عند تغير اتجاه ارتفاع أسعار الأسهم إلـى الانخفاض.

2. تحديد مستوى الدعم.

يمثل الخط B في المنحنى مستوى الدعم Support Area والذي يمر بأدنى مستويات السعر لأسهم شركة IBM، ويمس هذا الخط خمس نقاط من أخفض مستويات بلغها منحنى السعر فهو بالتالي معبّر. وقد تم اختراق هذا الدعم في بداية شهر أكتوبر 98 ولو تم الاعتماد على قانون الاتجاهات لتم اتخاذ قرار بيع أسهم IBM، لكن تعتبر حالة هذه الشركة استثنائية فقد انتعشت أسهم الشركة بـ 30% خلال ما يقارب الشهر بعد ذلك. ويعود هذا الاختراق لمستوى الدعم من قبل أسهم شركة IBM بسبب انهيار مؤشر CAC 40 في تلك الفترة بـ 1400 نقطة،[4] فمن غير الممكن أن تقاوم أسهم شركة مهما كانت الانهيار العام للبورصة.

[1] Mohab NABIL, “ Projected Fibonacci Targets” **Technical analysis of Stock & commodities magazine,** California, volume 20. May 2002, P.P 46-50. http://store.traders.com/v20546projfi.html
[2] **Société abbourse.com**, Op. Cit., Page Web :http://www.abcbourse.com/apprendre/at/lecon1.html
[3] Mohab NABIL, Op. Cit.
[4] **Bourse de Paris**, Web Site : http://www.bourse-de-paris.fr/fr/index_fs.htm?nc=2&ni=12&nom=marche

وبالمقابل، فإن اختراق الخط A والممثل في المنحنى عن طريق السهم كان عبارة عن ارتفاع هادئ للسوق. وقد اخترقته IBM مثلها مثل كل شركات التكنولوجيا وهو ما مثل تجاوزاً لخط المقاومة A لفترة محددة. ويمكن وضع خطوط اتجاهات في داخل الحدود القصوى أو الدنيا. فالخط C يمكن اعتباره مثالاً لذلك، ومن المهم الإشارة إلى أنه لتسهيل وضع هذه الخطوط الوسيطة يكفي رسم خط موازي لخط المقاومة أو خط الدعم وتمريره على منحنى السعر. وتكمن أهمية هذه الخطوط الوسيطة في ملاحظة مسار التوظيفات على المدى القصير لأيام قليلة، غير أن وضع هذه الخطوط يعتمد على خبرة واسعة.

أما الخط الأخير في المنحنى (الخط D) كان الانهيار فيه لأسهم الشركة في مرتين بالاعتماد على خط الدعم حيث بلغ سعر السهم أقل من 50 يورو، في حين أنه على يسار الخط D مما يعني أن أسهم IBM بدون مخاطرة لعدم انخفاضها عن 50 يورو في كثير من المرات.

IV. التحليل الحركي.

يتم في هذا التحليل حساب المتوسطات الحسابية لأسعار الأسهم خلال فترات مختلفة، وتعتبر نقطة تقاطع منحنى المتوسط الحسابي الحركي مع منحنى آخر مؤشراً هام في اتخاذ قرار شراء أو بيع الورقة المالية. وصيغة حساب المتوسط الحسابي الحركي هي:[1]

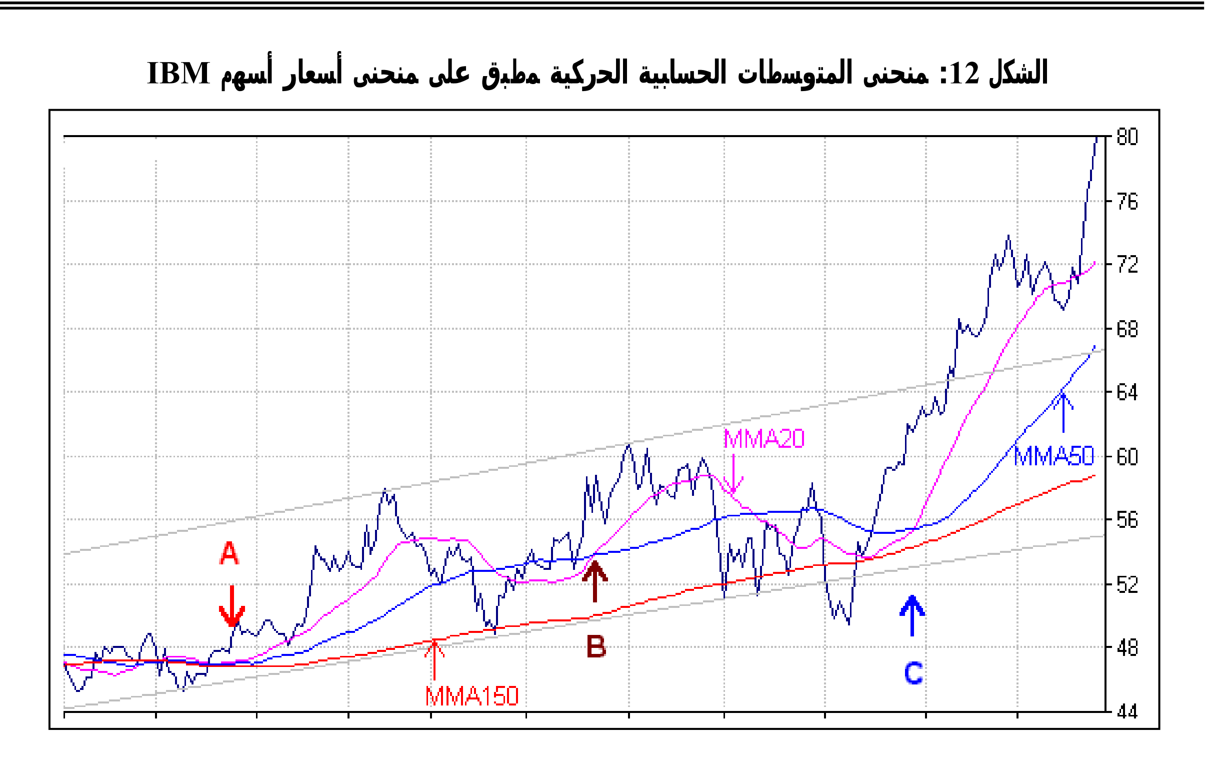
$$MMn\ (x_k) = \frac{\left(\sum_{i=k-n+1}^{k} y_i\right)}{n}$$

حيث X_K عدد الأيام وY_i: سعر الورقة في اليوم i.

ولتوضيح هذا النوع من التمثيل البياني نأخذ المنحنى MMA20 والذي يمثل المتوسط الحركي الحسابي لأسعار الاقفال لعشرين يوماً،[2] والملاحظ أن هذا المنحنى أكثر حركية من منحنى السعر، مع تأخر معالم تصاعده أو نزوله مقارنة مع منحنى السعر بسبب الاعتماد على المتوسط الحسابي للفترة.

[1] **Société abbourse.com**, Op. Cit., Page Web :http://www.abcbourse.com/apprendre/at/lecon2.html
[2] Ibid.

الشكل 12: منحنى المتوسطات الحسابية الحركية مطبق على منحنى أسعار أسهم IBM



Source : Société abcbourse.com

ويمثل MMA50 منحنى المتوسط الحسابي الحركي لفترة 50 يوماً سابقة. الملاحظ هو أن هذا المنحنى أكثر انبطاحا وأكثر تأخراً في الأثر مقارنة بمنحنى السعر، وما يمكن استخلاصه من هذا المنحنى هو الاتجاه العام للأسعار نحو الارتفاع. إن استخدام متوسط حركي واحد لا يعتبر معياراً لاتخاذ قرار البيع أو الشراء، وليكون المنحى ذو دلالة يتم ملاحظة تقاطع المنحنى MMA20 مع منحنى MMA50. فتقاطع المنحنى MMA50 مع المنحنى MMA20 في مستوى منخفض يعد مؤشراً للمستثمر لاتخاذ قرار البيع. أما الحالة العكسية أي التقاطع في مستوى مرتفع فمن الأفضل للمستثمر أن يقوم بشراء الأسهم.[1]

وبالعودة إلى المثال السابق، فإن النقاط B،A وC هي مؤشرات لاتخاذ قرار الشراء بالنسبة للمستثمر بحيث تدخل القيم في فترة بداية الارتفاع أو دورة الارتفاع، وانطلاقاً من هذه النقاط يكون توظيف رؤوس الأموال لا ينطوي على عامل المخاطرة لعدم بلوغها مستوى المقاومة. وينصح بتوظيف رؤوس الأموال عند النقطة C دون غيرها من النقاط بسبب عدم وضوح تقاطع المنحنيين النقطتين B،A حيث لم يبرز تباعدهما إلا في منتصف أفريل. وهو ما ينطبق على تقاطع منتصف جويلية، حيث لم يظهر هذا التباعد مباشرة وكانت الأسعار مرتفعة. ويمكن تصور اتجاه آخر في التحليل وهذا من خلال المتوسط الحسابي لمدة أطول من المنحنيين السابقين ولتكن 150 يوماً، ويكون هذا المنحنى أكثر بطئاً من سابقيه لشموله على العديد من الأسعار.

[1] محمد صالح الحناوي، ص.ص. 151-152.

1. المتوسط الحركي المرجح Moving Average Convergence Divergence.

ما يعاب على المتوسط الحركي الحسابي هو الفجوة الموجودة بين تغير الأسعار وبين المتوسطات الحركية الحسابية، كما تعطي هذه المتوسطات الأسعار الحديثة والقديمة نفس القدر من الأهمية في التحليل، وللتغلب على هذا القصور يتم اللجوء إلى ترجيح القيم بإعطاء القيم الحديثة وزناً أكبر والفكرة الأساسية أن الظواهر التي تمس السوق تكون أكثر أهمية كلما كانت حديثة.[1] ويمثل المتوسط الحركي المرجح MACD الفرق بين متوسطين مرجحين، بحيث يأخذ المتوسط المرجح الصيغة الآتية:

MME(n) = 0.09 × سعر الإقفال لليوم + 0.91 × آخر متوسط حركي

حيث n تمثل الفترة المأخوذة بعين الاعتبار في التحليل. وكمثال توضيحي يمثل الشكل 13 منحنى MACD(e12,e26) المتوسط الحركي المرجح لفترتين 12 و26 يوم، وهو الفرق بين المتوسط المرجح لفترة 12 يوم والمتوسط الحركي المرجح لفترة 26 يوم حسب الصيغة السابقة. عند تساوي المتوسط الحركي المرجح لـ 12 والمتوسط الحركي المرجح لـ 26 ينطبق المنحنى MACD(e12,e26) على خط الانعدام.[2] وللمساعدة في التحليل، يتم الاستعانة بمتوسط حركي مرجح لفترة قصيرة ويمثل بالمنحنى MME9 والذي تم حسابه أيضاً على أساس نفس الصيغة لفترة 9 أيام. ويؤشر تقاطع المنحنى MACD (e12,e26) والمنحنى MME9 إلى النقاط التي يتم من خلالها اتخاذ قرار البيع أو الشراء. فعند تقاطع المنحنيين باتجاه الارتفاع (النقطة 1 في الشكل 13) يعتبر ذلك مؤشراً للمستثمر ليقوم بعملية الشراء. أما عند التقاطع باتجاه الانخفاض فينصح ببيع الأوراق المالية.[3] (النقطة 2 في الشكل 13).

---

[1] Mark Vakkur, "Moving Average Convergence/Divergence" **Technical analysis of Stock & commodity magazine** California, volume 15, April 2002, P.P 145-153.

[2] **Société abbourse.com**, Op. Cit., Page Web http://www.abcbourse.com/apprendre/at/lecon3.html

[3] Mark Vakkur, Op. Cit.

الشكل 13: منحنيات المتوسطات الحركية المرجحة ومنحنى السعر



Source : **Société abbourse.com**,

2. المؤشر النسبي لشدة تغير الأسعار Relative Strength Index.

يأخذ مؤشر MACD قيماً كبيرة عند وقوع تغيرات قوية مما يفقدها مصداقيتها، ولتغطية هذا النقص يتم اللجوء إلى حساب المؤشر النسبي لشدة تغير الأسعار RSI والذي يكون مجال تغير الأسعار فيه بين الصفر و 100 نقطة.[1] ويحسب هذا المؤشر لفترة 10 أيام مثلاً كما يلي:

(RS +1)/100 - 100 = (10)RSI

حيث: RS = متوسط الارتفاع خلال آخر 10 أيام / متوسط الانخفاض خلال آخر 10 أيام.

يوضح هذا المؤشر أن هذه الصيغة تتجه إلى 100 نقطة ارتفاعاً في حالة السوق الذي يتجه صعوداً، والعكس في حالة اتجاه السوق إلى الانخفاض أين يتجه المؤشر إلى 0 نقطة انخفاضاً. ويساعد هذا المؤشر في تحديد منطقتي فائض الشراء sur achat وفائض البيع survente. وتعتبر منطقة فائض الشراء مؤشراً للمستثمر للخروج من السوق نظراً للمبالغة في شراء الورقة المالية من قبل المستثمرين الآخرين في الوقت الذي لا يمثل السعر الذي بلغته السعر الحقيقي للورقة، أما منطقة فائض البيع فتؤشر على المبالغة في بيع الورقة المالية. وتنحصر المنطقة الأولى عند بلوغ مؤشر RSI النقاط 60-70-80، فيما تحدد منطقة فائض البيع عند النقاط 40-30-20. ويتم إسقاط

---

[1] Georges MASLARSKI, "**Application d'indicateurs techniques sur les marchés de futures**", Mémoire soutenu en vue d'obtention du DESS Banques & Finances, UNIVERSITE RENE DESCARTES (PARIS V) FACULTE DE DROIT DESS BANQUES & FINANCES, Année Universitaire 1998/1999, pp. 9-10.

هذا المؤشر على التحليلات السابقة، ففي حالة مطابقته لنتائج التحليل الحركي أو خطوط الاتجاه يتم الاعتماد على القرارات التي أفضت إليه، أما في الحالة العكسيـة فيتم مراجعـة تلك التحليلات.[1]

وكخلاصة لدراسة التحليل الفني هو أن هذا الأخير يقدم رؤية للمستثمر لاتخاذ قرارات البيع أو الشراء انطلاقاً من حالة السوق ممثلة في أسعار الأسهم الماضية والحديثة، وباستخدام أدوات تحليلية وبرامج محاسباتية Software متنوعة.[2] كما يقدم هذا التحليل تحديد دقيق لاتجاهات الارتفاع أو الانخفاض لأسعار القيم المالية في الآجال القصيرة. أما عن عيوب التحليل الفني فتكمن في عدم توقعه للأحداث الطارئة كالحروب مثلاً، كما أن تنوع أدوات التحليل الفني قد تؤدي إلى تضارب النتائج، فضلاً عن الدقة المتاحة والتي لا تتوفر إلا في الآجال القصيرة. لهذا السبب لا يجب الاعتماد في التحليل الفني على أداة وحيدة ولكن على مجموعة من الأدوات ويتم اتخاذ القرار من خلال النتائج التي تم التوصل إليها في الطرق التحليلية المختلفة.

---

[1] Mark Vakkur, Op. Cit.

[2] غالبية مراجع الانترنيت المعتمد عليها في هذا المبحث تقدم لمستخدميها برامج معلوماتية Software تسهل عملية التحليل الفني من خلال إدراج البيانات الأساسية (أسعار الأسهم، حجم التداول، تاريخ التعاملات،...) وتتكفل تلك البرامج بإعطاء نتائج التحليل.

خاتمة الفصل الثالث.

تعتبر كفاءة الأسواق المالية أحد الأسباب الرئيسية لمساهمتها الفعالة في الاقتصاد، خاصة في الدول التي تعتمد على سوق الأوراق المالية بشكل أساسي كمصدر من مصادر التمويل. ويشكل تقييم الورقة المالية من طرف المتعاملين في البورصة الاهتمام الأكبر لديهم لتحديد إمكانية الاستفادة من الفرق بين السعر الحقيقي وسعر السوق.

ويمثل التحليل الأساسي الركيزة التي ينطلق منها المحلل بإطلاعه على البيئة التي تتواجد فيها المؤسسة وتأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على قيمها المالية، فضلاً عن التأثيرات الخارجية، خاصة في ظل الاندماج والتكامل الذي أصبح يطبع المراكز المالية العالمية على اختلافها.

وكمرحلة ثانية من التحليل يتم اللجوء إلى تحليل أوضاع المؤسسة المالية باللجوء إلى تتبع عائدات الأسهم، وطرق التمويل في المؤسسة سواء كان هذا التمويل بالقروض أو بإصدار الأسهم. ويقدم التحليل المالي نتائج مهمة للقيمة الحقيقية للسهم مما يسمح بالاستفادة من فوارق السعر المحتملة. ويؤثر المركز المالي للشركة في التحليل المالي للأسهم بشكل كبير، بينما تتأثر السندات بمعدلات الفائدة الجارية وبآجال الاستحقاق.

أما التحليل الفني، وعلى الرغم من الانتقادات الموجهة إليه، يبقى أداة ضرورية للتحليل في البورصة، حيث توفر الأشكال المختلفة التي يقدمها من منحيات وأعمدة، وسيلة للتعبير عن أداء السوق في الماضي، فيما تقدم المعادلات والصيغ الرياضية محاولة من أصحابها لوضع توقعات مستقبلية قد تفيد مستخدميها في اتخاذ القرار الصائب.

ويندرج التحليل الأساسي والمالي ضمن صيغ الكفاءة المتوسطة والقوية، فيما يندرج التحليل الفني ضمن صيغ الكفاءة الضعيفة، وحتى يكتمل التحليل في البورصة يتوجب الأخذ بنتائجه مجتمعة وإجراء المقارنات بين طرق التحليل المختلفة. فإن كانت النتائج متقاربة فالقرار الذي سيتخذه المستثمر يكون فيه نوع من الضمان. أما إذا كانت النتائج المتوصل إليها في التحليلات المختلفة متضاربة فإن ذلك يستدعي مراجعة المعطيات المتاحة وعدم التسرع في اتخاذ أي قرار.

وبعد الاطلاع على بعض الجوانب المحيطة ببورصة الأوراق المالية، أصبح من الضروري طرح السؤال حول ما هو موقع بورصات الجزائر، المغرب وتونس من كل ما سبق؟ وهو السؤال الذي خصص الفصل الرابع للإجابة عليه.

الفصل الرابع: دور الأسواق المالية في الجزائر، المغرب وتونس في تنشيط الاستثمار

تمهيد

بعد الاطلاع على مكانة الأسواق المالية في الاقتصاد العالمي المعاصر وهيكل الأسواق المالية وطرق تحليلها، سيخصص الفصل الرابع لدراسة الأسواق المالية في دول المغرب العربي التي بهـا بورصات للأوراق المالية وتحديدًا بورصات الجزائر، الدار البيضاء وتونس.

تختلف دول المغرب العربي في بنية اقتصادياتها من دولة إلى أخرى، ففي الوقت الذي تعتمد فيه الجزائر بشكل أساسي على قطاع المحروقات في اقتصادها، فإن المغرب تستند علـى القطـاع الفلاحي، في حين يشكل قطاع الخدمات والمساهمة الكبيرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الدعامة الأساسية للاقتصاد التونسي. وما ميز اقتصاديات الدول الثلاث في نهاية القرن العشرين هو تحولها إلى اقتصاد السوق وبداية نهاية هيمنة الدولة على الاقتصاد. يأتي ذلك في ظل إتبـاع هـذه الـدول لسياسات التعديل الهيكلي والتي من أبرز الجوانب التي مستها القطاع المـالي، حيـث تـم اتخـاذ إجراءات تصحيحية في السياسات المالية بهدف إعطاء القطاع الخاص مكانة أبرز فـي الاقتصـاد. وإذا كانت تلك الإصلاحات قد وجدت المناخ الملائم لها في تونس والمغرب نظراً للهـامش المتـاح للخواص في اقتصاد هذين البلدين قبل بداية تطبيق هذه الإصلاحات، فإن الجزائر تبقى تعاني مـن مخلفات العهد الاشتراكي وهو ما يفسر التردد الذي ميز عملية الخصخصة في الجزائر. وفي ظـل هذا التحول ظهرت الأولوية التي منحت للقطاع المالي في الجزائر وتونس والمغرب، مـن خـلال إعادة دفع نشاط الأسواق المالية في المغرب وتونس وإنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر.

وللإحاطة بالجوانب المختلفة للأسواق المالية بالدول محل الدراسة، سيتم في المبحـث الأول من هذا الفصل التعرض إلى تنظيم وهيكل الأسواق المالية في الجزائر والمغرب وتونس من خـلال التطرق إلى هيكل الأسواق المالية والمتدخلون في تلك الأسواق وبورصات القيم المنقولة بها، ليـتم في المبحث الثاني عرض واقع الأسواق المالية من متابعة لنتائج الأسواق الأولية ومسـاهمتها فـي الاستثمار المحلي، ثم يتم بعد ذلك تتبع الأسواق الثانويـة ومدى كفاءتهـا مـن خـلال متابعـة مؤشرات أداء البورصـة المختلفـة. أما المبحث الثالث فقد خصص لبعض الاقتراحات التـي مـن شأنها أن تساهم في تطوير الأسواق المالية للبلدان الثلاثة.

المبحث الأول: التطورات التشريعية والمؤسسية للأسواق المالية في الجزائر المغرب وتونس.

عرفت الأسواق المالية في المغرب العربي العديد من التحولات نهاية القرن العشرين، ميزهـا سن المشرع للعديد من المراسيم والقوانين بغرض جعل إطار العمل في الأسواق المالية أكثر انفتاحًا مواكبة للتحولات التي أملتها ظروف اقتصاد السوق، حيث تعتبر كل من المغرب وتونس من بـين الدول العربية العشر التي وقعت على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات[1] GATS والتي نصت علـى تحرير الخدمات المالية التي لا تدخل ضمن وظائف الدولة.[2] ومن بين الجهود الرامية لجعل الأسواق المالية أكثر انفتاحًا على رأس المال الأجنبي نجد أن المغرب والجزائر لا تفرض أي قيـود علـى الاستثمار الأجنبي للاستثمار في الأوراق المالية، في حين تسمح تونس للمستثمر الأجنبي بامتلاك ما لا يزيد عن 50 % من أسهم الشركات المدرجة في البورصة.[3]

I - السوق المالي الجزائري.

في إطار السعي لتطبيق الإصلاحات الاقتصادية في الجزائـر تـم توسـيع السـوق المـالي الجزائري من خلال إنشاء بورصة للقيم المنقولة، فتم سن مجموعة من القوانين تهدف إلى تسـهيل إجراءات التعامل في السوق المالي بما يسمح بتحقيق استقطاب رؤوس الأموال الفائضة لدى بعـض الأعوان الاقتصاديين واستخدامها من طرف أصحاب العجز في رؤوس الأموال. كما كان للتوجـه المفروض على الجزائر بخصخصة المؤسسات العمومية الأثر البارز لخلق السـوق المـالي حيـث يُفترض أن تسمح هذه الأسواق بتقييم الشركات المراد خصخصتها بشكل مقارب للواقع ووفق قوانين العرض والطلب.

وقد قام المشرع بتحديد هيكل السوق المالي الجزائري من خلال وضـع القـوانين المُنشـئة للهيئات المنظمة والمُسيرة للسوق المالي، مع تحديد الأدوات المالية المسموح بتداولها فـي السـوق وفق الشروط والمعايير المتفق عليها. وفيما يلي سيتم عرض هذه العناصر تباعًا.

---

[1] لمزيد من المعلومات حول موضوع الاتفاقية أنظر:
جاسم المناعي، "قوانين منظمة التجارة العالمية في مجال الخدمات المالية وتأثيراتها المحتملة على القطاع المصرفي الخليجي"، **صندوق النقد العربي**، ورقة مقدمة في إطار المؤتمر المصرفي الرابع لدول مجلس التعاون الخليجي حول العمل المصرفي الخليجي في ظل المنافسة والأسواق المالية العالمية المتغيرة، الدوحة: (24-25 أكتوبر 1998)، ص.ص. 5-4. الموقع على شبكة الانترنيت:
http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/DG%20OFFICE/WTO%20RULES_DOHA1998.pdf

[2] سليمان المنذري، "الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أنشطة أسواق المال والبورصات العربية"، **الجمعية العامة للبحوث الاقتصادية**، في إطار المؤتمر العلمي السادس حول الاستثمار الأجنبي واحتياجات التنمية العربية، بيروت: (28-29) جوان 2002، ص.4.

[3] **صندوق النقد العربي**، "مساهمـة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية"، أبو ظبي: جوان 2003، ص17، الموقـع على شبكـة الانترنيت:
http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/EPI%20DEPT/PUBLICATIONS/Econnomic/Arab%20Capital%20Market-Arb.pdf

1. لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

أنشأ المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ بـ 23 مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، لجنة تنظيم ومراقبة العمليات في البورصة la Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB) والتي تعتبر بمثابة أعلى سلطة في تنظيم سوق القيم المنقولة الجزائرية. وقد تم تنصيب هذه الهيئة في شهر فبراير 1996، وتتمتع هذه اللجنة باستقلالية إدارية ومالية، وتتمثل مهامها في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة عبر حماية المستثمرين في القيم المنقولة والعمل على السير الحسن للتعاملات، وتحقيق الشفافية في السوق. وتتشكل هذه الهيئة من رئيس يتم تعيينه لمدة نيابية تدوم أربع سنوات، وستة أعضاء غير دائمين بنفس المدة. ويتكون أعضاء هذه اللجنة حسب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 من:[1]

- قاض يعين من طرف وزير العدل.
- عضو مقترح من محافظ بنك الجزائر.
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي.
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
- عضو يتم اختياره من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
- عضو يقترحه المصف الوطني للخبراء المحاسبيين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

وتمتد عهدة رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة إلى أربع 4 سنوات عن طريق مرسوم تشريعي يتم اتخاذه من مجلس الحكومة باقتراح من وزير المالية، بينما يتم تعيين الأعضاء حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي بموجب قرار من وزير المالية. وللجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة سلطات تنظيمية وإلزامية، فهي تنظم سوق القيم المنقولة بوضع التدابير المتعلقة بـ:[2]

- قبول وسطاء عمليات البورصة.

[1] **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية**، العدد 11، 19 فبراير 2003.

[2] **Commission d'Organisation et Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)**, Web Site: http://www.cosob.com.dz/.htm

- إلزام الشركات بالإعلام عند إصدار القيم المنقولة عن طريق الاستدعـاء العـام للادخـار.
- وضع شروط قبول وتداول القيم المنقولة في البورصة.
- تسيير حافظة القيم المنقولة.
- تنظيم عروض بيع أو شراء القيم المنقولة.

وبعد اطلاع وزير المالية على هذه التدابير يتم إقرار القواعد التنظيمية للهيئة علـى أن يـتم نشرها في الجريدة الرسمية، وبالتمعن في هيكل هذه اللجنة يتبين أن لوزير المالية نفوذًا واسعًا على هذه الهيئة في الوقت الذي لا يشكل دور الفاعلين في السوق المالي سوى دورًا ثانويًا.[1] وهذا يعكس هيمنة الدولة من خلال موظفيها على أنشطة البورصة مما يشكل عائقًا أمام تطورها.

2. وسطاء عمليات البورصة.

حدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 القانون الأساسي لوسطاء عمليات البورصة حيث تسـند لهم، وبشكل حصري، تداول القيم المنقولة في البورصة. ويمثل وسطاء عمليات البورصة شـركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيين يتم اعتمادهم من طرف لجنة تنظيم ورقابة عمليات البورصة، وحتى يتم اعتماد الوسطاء يجب أن تتوفر فيهم الشروط الآتية:[2]

- الحد الأدنى من رأس المال المقرر من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
- توفرهم على التنظيم والوسائل الفنية الملائمة لنشاطهم.
- تمتع العاملين في شركات الوساطة في عمليات البورصة بالكفاءة الضرورية.

وفي وسع وسطاء عمليات البورصة ممارسة نشاط تسيير الحافظة وتوظيف الأموال، ويتمثل نشاط التوظيف بالنسبة للوسطاء في البحث عن مكتتبين في الأوراق المالية لصالح مصـدري تلـك الأوراق عن طريق الاستدعاء العام للادخار. ويمكن لوسطاء عمليات البورصة أن يكونوا شـركات ذات أسهم أو أشخاص طبيعيون، فبالنسبة للشركات ذات الأسهم يشترط أن يكون رأس مالها مليـون (1) دينار على الأقل، وأن يكون لها موقع محدد في الجزائر لضمان مصالح الزبائن، فضـلاً عـن مساهمتها في رأس مال الشركة المسيرة لبورصة القيم.[3]

[1] أحمد بوراس، **أسواق رؤوس الأموال**، (قسنطينة: مطبوعات جامعة منتوري، 2002-2003)، ص139.
[2] **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية**، العدد 34، 1993. متوفر على شبكة الانترنيت عبر الموقع: .http://www.joradp.org/ap05 93.pdf
[3] **COSOB,** Op. Cit., Web Page: http://www.cosob.com.dz/iob.htm

أما الأشخاص الطبيعيون فيشترط أن لا يقل سنهم عن 25 سنة تاريخ تقديم الطلب، مع وجوب التمتع بالحقوق المدنية، والنزاهة بغرض تحقيق حماية المدخرين، إلى جانب المستوى العلمي بـأن يكون الوسيط متحصلاً على شهادة في التعليم العالي.[1] ولتكتمل شروط وسطاء عمليات البورصة من الأشخاص الطبيعيين يتم إجراء تكوين لهم في مجال التجارة والتسيير في القيم المنقولة.

وما يمكن ملاحظته هنا هو ضآلة المبلغ الذي اشترطه القانون مما يعني عدم جدية المشـرع الجزائري في إنشاء بورصة قادرة على أداء الدور المنوط بها في تحريك الرأس مال وفق ما تتطلبه القطاعات الاقتصادية.

ويعمل في بورصة القيم المنقولة الجزائرية الوسطاء الآتي ذكرهم:[2]

- الراشد المالي للوساطة في البورصة (Errached el mali) ، وتتشكل من بنك الجزائر الخارجي، الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي، صندوق التعاون الريفي.
- الشركة المالية للنصح والتوظيف (SOFICOP) ، وتتكـون مـن البنـك الـوطني الجزائري، بنك التنمية المحلية والشركة الجزائرية للتأمين.
- شركة توظيف القيم المالية (SPDM B/C) ، وتضم بنك الفلاحة والتنميـة الريفيـة، وشركة التأمين وإعادة التأمين.
- الشركة المالية العامة (SOGEFI)، وتتكون مـن القـرض الشـعبي الجزائـري، الصندوق الوطني للتوفيـر والاحتيـاط والشركـة الجزائريـة للتأمين الشامـل.
- البنك المتحد للسمسرة (UB Brokerage)، وهي فرع للبنك المتحد Union Bank.

ويستحوذ الراشد المالي على أكبر حصة من عمليات الوساطة في البورصة ويُعزى ذلك لحجم البنوك الممثلة له وما تمنحه من ثقة للمتعاملين بالأوراق المالية، بينما لم تتجاوز حصة البنك المتحد للسمسرة نسبة 1 % بسبب حداثة عهد فروع هذا البنك الخاص بالسوق الجزائرية مما خلق تـرددًا لدى المستثمرين.[3] ويبقى الإشارة إلى أن حجم نشاط هؤلاء الوسطاء يبقى دون المسـتوى المرجـو لمحدودية التنويع في الأدوات الاستثمارية ممثلـة فـي الأوراق الماليـة المتداولـة، وركـود البورصـة الجزائرية منذ نشأتها.

[1] Ibid.

[2] **Price waterhouseCoopers**, "Investir en Algérie", Paris: 2002، P. 59. Web Site: http://www.chambrealgerosuisse.com/guide_investi/Investir%20en%20Algérie.pdf

[3] حسان خبابة، "بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق"، **مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية،** جامعة باتنـة: جوان 2003، ص.83.

3. شركة تسيير بورصة القيم.

أسس المرسوم التشريعي رقم 93-10 شركة تسيير بورصة القيم، وهي عبارة عـن شـركة أسهم مُنشأة بين وسطاء عمليات البورصة. وقد كُلفت هذه الشركة بضمان نشر المعلومـات التـي تخص القيم المنقولة المدرجة في البورصة، وتعرّف بورصة القيم المنقولة على أنها الإطار القانوني لتسوية التعاملات في القيم المنقولة المصدرة من قبل الدولة، الأشـخاص الطبيعيـون أو شـركات الأسهم. وتعتبر البورصة في الجزائر سوقًا مركزية ومنظمة يتم فيها تداول القيم المنقولة المدرجـة في تسعيرة البورصة.[1]

وتعمل شركة تسيير البورصة تحت سلطة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث تقـوم شركة تسيير البورصة بتحديد طرق التعامل على أن يتم التصديق عليها من طرف اللجنة. وحـددت المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 مهام شركة تسيير بورصة القيم في وضع التنظـيم العام وتوفير الآليات الضرورية للبورصة للسماح لها بإنجاز مهامها على أحسن وجه، فضـلاً عـن التدابير العامة لقبول إدراج الشركات في بورصة القيم. وتلتزم شركة تسيير بورصة القيم المنقولـة بنشر المعلومات يوميًا من خلال النشرة الرسمية للتسعير لضمان وصول قراراتهـا إلـى مجمـوع الجمهور. ويمنح المشرع لشركة تسيير بورصة القيم الحق في إيقاف تسـعير الأوراق الماليـة إذا دعت الضرورة لاتخاذ هذا الإجراء، ويبرر هذا الحـق في إيقاف التسعير لشركة تسيير البورصـة بقربها من السوق مقارنة بلجنة مراقبة وتنظيم البورصة.[2] ويسمح القانون للوزير المكلـف بالماليـة بتعيين المدير العام والمسيرين الرئيسيين لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة بعد استشـارة لجنـة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.[3]

وتعتبر بورصة الجزائر سوقًا فورية حيث يتم التسليم والتسديد بمجرد إتمام التعاملات، وتعتمد بورصة الجزائر في نشاطها على أوامر السوق، أي أن سعر التداول يتحدد وفق أوامر البيع والشراء في جلسات التسعير. والنظام المعمول به في تسعير الأوامر هو التسعير الثابت، بحيث يتم اعتمـاد السعر الذي يحقق أكبر قدر من التعاملات. وتتمثل الأوراق الماليـة المسـموح بإصدارهـا مـن طرف شركـات الأسهـم في عشرة أنـواع هـي:[4]

- الأسهم العادية.
- السندات العادية.

---

[1] **COSOB,** Op. Cit., Page web: http://www.cosob.com.dz/SGBV.HTM#present
[2] **COSOB,** Op. Cit., Page web:www.cosob.org
[3] أنظر القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل والمتمـم للقانون رقم 93-10 **الجريدة الرسـمية للجمهوريـة الجزائرية**، العدد 11، المرجع السابق.
[4] حسان خبابة، المرجع السابق، ص.80.

- أسهم ذات أولوية في التوزيعات مع حق التصويت.
- أسهم ذات أولوية في التوزيعات دون حق التصويت.
- شهادات الاستثمار مع حق التصويت.
- شهادات الاستثمار دون حق التصويت.
- سندات المشاركة.
- سندات ذات قسيمات اكتتاب في الأسهم.
- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم.
- سندات قابلة للاستبدال بالأسهم.

وعلى الرغم من الخيارات العديدة المتاحة قانونيًا للشركات في المنتجات المالية المسموح بإصدارها وتداولها في البورصة الجزائرية، إلا أن واقع البورصة يبرز الاعتماد الكبير على السندات والأسهم العادية بشكل رئيسي، وقد يعود ذلك إلى الصعوبات التقنية التي قد تعترض إصدار الأوراق المالية الأخرى بالنسبة لسوق مالي حديثة في هذا المجال، وإلى الضمانات التي تقدمها السندات كأداة استثمارية تجنب المستثمرين المخاطر الملازمة للأوراق المالية بصفة عامة.

4. المؤتمن المركزي على الأوراق المالية.

تم إنشاء هذه الهيئة سنة 2003 لمسك حسابات مصدري الأوراق المالية سواءً تعلق الأمر بالدولة أو الجماعات المحلية، أو الشركات العمومية، أو شركات الأسهم.[1] وتتمثل مهام المؤتمن المركزي على السندات في حفظ القيم المنقولة وفتح حسابات لمصدري تلك الأوراق، كما تتم متابعة حركة الأوراق المالية بين حسابات المصدرين. ويتكون رأس مال المؤتمن المركزي على السندات والبالغ 65 مليون دينار من مساهمات خمسة مؤسسات مالية هي: البنك الخارجي الجزائري، البنك الوطني الجزائري، القرض الشعبي الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط؛ وثلاث مؤسسات تمثل الشركات التي تم إدراج أسهمها في البورصة وهي: مجمع صيدال، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي ومؤسسة الرياض سطيف؛ بالإضافة إلى الخزينة العمومية وبنك الجزائر.

وما يمكن استخلاصه من الهيكل التشريعي والمؤسسي للسوق المالي الجزائري هو مدى هيمنة الدولة على تسيير وتنظيم لجنة تنظيم عمليات البورصة وعلى شركة تسيير البورصة وعلى نشاط السمسرة في البورصة، وهو ما يحد من طموح المستثمرين الخواص في مجال القيم المنقولة.

[1] أنظر القانون رقم 03-04 المعدل والمتمم للقانون رقم 93-10، المرجع السابق.**الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية**.

كما أن الأوراق المتداولة في بورصة القيم المنقولة منذ بداية التعامل بها لم يتجـاوز الثلاثـة أوراق وسند واحد لشركة سوناطراك، بالرغم من أن القانون أتاح التعامل بأكثر من ذلك. كمـا أن مهمـة الإعلام التي يُفترض أن تقوم بها كل من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصـة وشـركة تسـيير البورصة تبقى محدودة للغاية، فعلى سبيل المثال فإن لجنة تنظيم ومراقبة البورصة لها موقع علـى شبكة الانترنيت، لكن المعلومات المتوفرة حول هذه اللجنة، والسوق المالي بصفة عامة، لا تتعـدى الجانب القانوني والتنظيمي لهذه الهيئة، في حين تزخر باقي مواقع لجان وهيئات مراقبة البورصات في العالم بمختلف المعلومات حول أسواقها المالية فضلاً عن التقارير السنوية التي تقوم بإصـدارها. كما أن بورصة الجزائر تفتقر إلى موقع على شبكة الانترنيت بعدمـا توقف موقعها السـابق عـن النشاط، وحتى عندما كان هذا الموقع نشطاً طغـى الجانـب الإشـهاري علـى نشـاط البورصـة والمعلومات المتعلقة بها.

II - السوق المالي التونسي.

تُعتبر السوق المالية التونسية من بين أنشط الأسواق المالية العربية، غير أن هذا النشاط يبقى دون تطلعات المستثمرين التونسيين والأجانب. ولتنشيط دور السوق المالي التونسي قامت السلطات في هذا البلد بإصدار القانون 94-117 والذي أدى إلى تغيرات في تنظيم السوق المـالي التونسـي فأصبح توزيع المهام والسلطات على ثلاث هيئات هي:[1]

- هيئـة الأسـواق الماليـة -Conseil des Marchés Financiers –CMF وهي هيئـة تنظيمية.
- بورصة القيم المنقولـة التونسـية La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis -BVMT- وتتكفل بتسيير السوق.
- الشركة التونسية للمقاصـة وودائـع القـيم الماليـة La Société Tunisienne Interprofessionnelle pour la Compensation et le Dépôt de Valeurs Mobilières –STICODEVAM- مكلفة بعمليات المقاصة وتسـيير الودائع.

وبحسب هيكل السوق المالي التونسي الجديد، فإن عملية الاستثمار في البورصة تنطلق مـن تمرير أوامر البورصة عن طريق وسطاءها وتنتهي بتنفيذ المعاملات من تسليمٍ لـلأوراق الماليـة وتسديدٍ للقيم، ويضمن مختلف مراحل العملية الاستثمارية بين الهيئات الثلاثة نظام إلكتروني متطور.

[1] **Conseil des Marchés Financiers CMF**, Web Site: http://www.cmf.org.tn

ويُخول لوسطاء البورصة، وبشكل حصري، إجراء التداول وتسجيل القيم المنقولة في البورصة لحساب وكلائهم أو لحسابهم الخاص، ويمثل وسطاء البورصة جمعية مكلفة بالدفاع عن مصالحهم هي جمعية وسطاء البورصة – Association des Intermédiaires en Bourse -AIB. وفيما يلي عرض لمختلف هذه الهيئات:

1. هيئة الأسواق المالية.

تم إنشاء هيئة الأسواق المالية في تونس بهدف إعادة تنظيم السوق المالي.[1] وهي هيئة عامة مستقلة مالياً يقع مقرّها في العاصمة التونسية، وتهدف هذه الهيئة إلى حماية المُدخرات المُستثمرة في القيم المالية. ولتحقيق هذا الغرض فهي تضمن تنظيم الأسواق والسهر على السير الحسن لها للاحتياط من الممارسات التي من شأنها أن تخل بالبورصة، كما تعمل على مراقبة المعلومات المالية ومعاقبة التقصير والتجاوزات المحتملة.

ويندرج تحت سلطة هيئة الأسواق المالية كل من بورصة القيم المنقولة التونسية، وسطاء البورصة وشركات الودائع، المقاصة وتسوية الأوراق المالية. وتضمن هيئة الأسواق المالية أيضًا الوصاية على هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة Organismes de Placements Collectif en Valeurs Mobilières -OPCVM-. وتسير هيئة الأسواق المالية من طرف رئيس وتسعة أعضاء. ولتحقيق مهام هيئة الأسواق المالية فقد خص القانون هذه الهيئة بالسلطات الآتية:[2]

– السلطة على إجراء التسويات في مجالات اختصاصها.
– رقابة التطبيق الحسن للتسويات والسير المنتظم للأسواق.
– قبول صناديق التوظيف الجماعي ووسطاء البورصة.
– التأشير على المعلومات المقدمة من مصدري الأوراق المالية وتقديمها للمستثمرين.
– تقديم المقترحات للهيئات المختصة حول العقوبات.

وتتمثل المصادر المالية لهيئة الأسواق المالية في الإتاوات والعلاوات المقدمة من المتعاملين في السوق المالية (بورصة القيم المنقولة، شركات الودائع والمقاصة وتسوية الأوراق المالية، هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، الإصدارات، القبول، والعروض العامة).

[1] Voir Loi N° 94-117 du 14 novembre 1994, portant réorganisation du marché financier. Web Page : http://www.cmf.org.tn
[2] **CMF**, Op. Cit., Web Page : http// : www.cmf.org.tn/.

2. بورصة تونس للقيم المنقولة.

يعود إنشاء بورصة تونس إلى سنة 1969. وعلى الرغم من قدم البورصة التونسية، نسبيًا، مقارنة بالعديد من البورصات الناشئة في العالم إلا أن دورها في تمويل الاقتصاد بقي محدودًا مقارنة بمساهمة الدولة والبنوك في تمويل الاقتصاد. وتُعزى هذه المحدودية إلى العناصر الآتية:[1]

- سهولة اقتناء القروض البنكية ومساعدات الدولة.
- التعويضات المعتبرة الناجمة عن الودائع البنكية والتي تتميز بكونها منظمة ومحمية ومعفية من الضرائب.
- الجباية المرتفعة التي كانت تميز توظيف الأموال في البورصة.

وقد جعلت هذه العناصر من مساهمة رسملة البورصة في الناتج المحلي ضئيلة إلى غاية الثمانينيات. ولتجاوز الدور الضئيل الذي كانت تضطلع به البورصة التونسية تم في إطار التعديل الهيكلي -الذي اهتم بتحديث تمويل الاقتصاد ودعم دور السوق المالي- إصلاح السوق المالي الذي انطلق سنة 1988، بإصدار ترسانة من القوانين كان الغرض منها السماح للسوق المالي بالمساهمة في تمويل الاقتصاد، ومست هذه التعديلات الجوانب الآتية:[2]

- فتح سوق السندات والتي كانت حكرًا على البنوك والمؤسسات غير المالية.
- تشجيع إنشاء شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، وشركات الاستثمار ذات رأس المال المخاطرة.
- إجراء تعديلات فيما يتعلق بالمنتجات المالية من خلال السماح بإنشاء صناديق مشتركة للتوظيف والأسهم الممتازة، الأوراق التساهمية Les Titres Participatifs وشهادات الاستثمار.

وبحسب القانون التونسي فإن بورصة القيم المنقولة التونسية هي شركة مغفلة برأس مال مملوك بالحصر من وسطاء البورصة، وتتمثل مهامها في تسيير سوق الأوراق المالية، بما تتضمنه من عمليات التداول والتسجيل. وتتكفل بورصة القيم المنقولة بـ:[3]

- وضع التدابير الخاصة فيما يتعلق بصالة التداول.
- اختيار أنظمة وطرق التسعير.

---

[1] **مجلس السوق المالي التونسي**، التقرير السنوي 2002، ص.47 الموقع على شبكة الانترنيت:
http://www.cmf.org.tn/rap01CMF_arab.pdf

[2] نفس المرجع

[3] **La Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis BVMT,** web site:
http://www.bvmt.com.tn

– إبداء رأيها حول قبول، إيقاف أو إلغاء القيم والمنتجات المالية من الأسواق المالية.

وتعتمد بورصة القيم المنقولة في تونس على التسعير الإلكتروني، بحيث يتم الاعتماد على نظام إدارة البورصة -Stock Exchange Management System –SEMS والذي يستخدم تكنولوجيات حديثة. ويتم تقسيم الشركات المغفلة في البورصة إلى فئتين، تتمثل الفئة الأولى في شركات تقوم بالاستدعاء العام للادخار ويتعلق الأمر بالبنوك، شركات التأمين، والشركات التي يفوق عدد المساهمين بها 100 مساهم والشركات التي تلجأ إلى عموم المدخرين لرفع رأسمالها؛ أما الفئة الثانية فهي الشركات التي لا تقوم بالاستدعاء العام للادخار.[1] وتلتزم الشركات التي تلجأ إلى الاستدعاء العام للادخار بالتداول في البورصة وتنقسم إلى قسمين: الشركات المقيدة في البورصة أي السوق المنظمة بحيث تستوفي شروط القبول. أما الشركات الباقية فهي الشركات غير المقيدة والتي يتم تداول قيمها خارج التسعير Hors cote.

ولكي تدرج قيم الشركات في التداول الرسمي في البورصة يجب أن تستوفي تلك الشركات جملة من الشروط تتعلق أساسًا برأس المال، حيث حددت النسبة الأدنى من رأسمال الشركة الواجب طرحه للاكتتاب العام بـ 10%.[2] وتنقسم البورصة إلى سوق أولي وسوق ثانوي بالنسبة لأوراق رأس المال، وسوق السندات بالنسبة لأوراق الدين.

أ- السوق الأولي والسوق الثانوي.

تستقطب السوق الأولي أوراق رأس المال الأكثر أهمية للشركات المغفلة التونسية والتي تستوفي شروط استدعاء رأس المال للاكتتاب العام، فضلاً عن الأداء الاقتصادي المميز والسيولة والشفافية في المعلومات المصدرة. أما بالنسبة للسوق الثانوي، فإن معايير القبول بها أقل تشدداً من السوق الأولي خاصة في درجة فتح رأس مال الشركات للاكتتاب العام، وخلال مدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة يجب على هذه الشركات أن تحقق شروط الإدراج في السوق الأولي وإلا يتم إلغاء تقييدها من السوق الثانوي وتوجيهها إلى التداول غير الرسمي. وإلى جانب السوق الثانوي التي تهتم بأوراق رأس المال هناك سوق للسندات مفتوحة على أوراق الدين للدولة، الجماعات المحلية وأوراق الدين للهيئات الخاصة.

ب- سوق خارج التسعير Hors Cote

يتم تداول قيم الشركات المغفلة التي لا يقبل إدراجها في البورصة الرسمية، والتي تلجأ للاستدعاء العام للادخار لتجميع الأموال، خارج السوق الرسمي. وتتميز هذه السوق بقلة الضمانات

[1] Ibid., Page web : http://www.bvmt.com.tn/presentation/cotation/htm
[2] Ibid., Page web : http://www.bvmt.com.tn/presentation/hors_cote/htm

مقارنة بالسوق الأولى، ولا يمثل نشاط هذه السوق من الإصـدارات سـوى 20 % مـن مجمـل الإصدارات مقارنة بالسوق الرسمي والتي تستحوذ على النسبة الباقية (80 %) حسـب إحصـائيات سنة 2002.[1]

وتعمل البورصة التونسية وفق نظام تداول معلوماتي informatisé ويتعلـق الأمـر بنظـام سوبر كاك يونيكس SUPERCAC UNIX المأخوذ من بورصة اليورونكست EURONEXT.[2] وتعتبر بورصة تونس أول بورصة عربية وناشئة تعتمد على هذه التكنولوجيا.

3. شركة الخبراء المكلفين بالودائع، المقاصة وتسوية الأوراق المالية.

يشكل ضمان الودائع من الأوراق المالية وتحقيق المقاصة بين المتعاملين في البورصة أبـرز اهتمامات هذه الشركة حيث تتكفل بـ:[3]

- تلقي ودائع القيم المنقولة.
- مسك حسابات المصدرين، وسطاء البورصة وملاك القيم المنقولة.
- ضمان السير الحسن لعمليات المقاصة وتسوية العمليات.
- تسجيل المرهونات، الاعتراضات ومختلف الأعباء المرتبطة بالأوراق المالية.

ويؤدي الدور الذي تقوم به هذه الهيئة إلى تحقيق الضمانات الضرورية للمستثمرين، كما تحقق التسوية لعمليات التداول بين المتعاملين وإجراء المقاصة بين شركات البورصة.

4. وسطاء البورصة.

يكلف القانون وسطاء البورصة، بشكل حصري، بتداول وتسجيل القيم المنقولة في بورصـة تونس للقيم المنقولة BVMT. وحسب المرسوم 99-2478 الصادر بتاريخ الأول نـوفمبر 1999 والذي يتعلق بتنظيم وسطاء البورصة والذي حدد العمليات المنوط بوسطاء البورصة كالآتي:[4]

- النصح والمشورة المالية.
- التسيير الفردي أو الجماعي للقيم المنقولة.
- توظيـف القيـم الماليـة لصالح الجمهـور سـواء فـي عمليـات الإصـدار أو العروض العامة.
- ضمان الإصدار الجيد للأوراق المالية.

[1] **مجلس الأسواق المالية التونسي**، المرجع السابق، ص50.
[2] تضم اليورونكست بورصات أمستردام AEX ، بروكسل BXS وباريس Paris Bourse.
[3] **BVMT**, Op. Cit., Page web : http://www. bvmt.com.tn sticodeva/htm
[4] Ibid.

وقد تم إنشاء جمعية لوسطاء البورصة تتكفل بالدفاع عن مصالح وسطاء البورصة، وتقديم المقترحات حول سبل تطوير السوق المالي، فضلاً عن تسيير صندوق ضمان السوق le Fonds de Garantie de Marché والذي حدده القانون العام للبورصة (المادة 12). ويتشكل هذا الصندوق من وسطاء البورصة، ويهتم بضمان السير الحسن لعمليات التداول في السوق، في حالة القصور في التسديد أو التسليم، وتتشكل مساهمات صندوق ضمان السوق من طرف وسطاء البورصة.

وكخلاصة لتنظيم السوق المالي التونسي هو أن هذه السوق تفتح المجال أمام الشركات غير المقبولة للتداول في البورصة الرسمية لتداول قيمها في سوق خارج التسعير على الرغم من قلة الضمانات التي تقدمها، إلا أنها تبقى تحت سلطة مجلس الأسواق المالية. كما يتميز السوق المالي التونسي بالتنوع النسبي للأوراق المالية المتداولة فيه مقارنة ببورصة الجزائر مثلاً. وتسهر على مصالح الوسطاء في البورصة التونسية جمعية وسطاء البورصة لتوحيد الوسطاء.

III - السوق المالي المغربي.

تعتبر السوق المالية المغربية من أقدم الأسواق المالية العربية، حيث تم إنشاء بورصة الدار البيضاء منذ سنة 1929. وكغيرها من الأسواق المالية المغاربية شهدت السوق المالية المغربية جملة من الإصلاحات في العقد الأخير من القرن العشرين استهدفت تحديث الهيكل التنظيمي للسوق المالي. وفيما يلي الهيئات التي تنظم وتسير السوق المالي المغربي وفق الإصلاحات الجديدة.

1. مجلس القيم المنقولة Le Conseil Déontologique des Valeurs Moblières

مجلس القيم المنقولة (CDVM) هو هيئة عامة ذات شخصية معنوية واستقلالية مالية، وقد تم تنصيب هذه الهيئة وفقاً للظهير الشريف.[1] وقد حدد هذا القانون مهام ووسائل عمل هذه الهيئة في النقاط الآتية:[2]

- حماية المدخرات المستثمرة في القيم المنقولة أو أي توظيف يتم عن طريق الاستدعاء العام للادخار.
- الحرص على إعلام المستثمرين في القيم المنقولة، وذلك بضمان نشر الأشخاص الطبيعيين لجميع المعلومات القانونية والتنظيمية والمالية عند لجوئهم إلى الاستدعاء العام للادخار، للسماح للمستثمرين باتخاذ القرارات في سوق تتميز بالشفافية.

---

[1] الظهير الشريف في المملكة المغربية هو بمثابة المراسيم التشريعية في الدول ذات الأنظمة الجمهورية.أنظر القانون رقم 1-93-212 بتاريخ 21 سبتمبر 1993.

[2] **CDVM**, Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, Web Page: http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/a_miss/mission.htm

- ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة بتحقيق الشفافية والأمان للمستثمرين.
- العمل على احترام مختلف التدابير التنظيمية والقانونية للسوق المالي من طرف المتدخلين في السوق.

وتقدم هذه الهيئة رؤيتها حول مشاريع القوانين المتعلقة بسوق القيم المنقولة التي يقترحها الوزير المكلف بالمالية، فتقترح جميع التغيرات حول النصوص التشريعية المتعلقة بسوق القيم المنقولة، وتقوم بإعداد دوريات تهدف إلى تحديد قواعد العمل حول نشاط سوق القيم المنقولة.[1]

ويقوم بتسيير هيئة الأسواق المالية مجلس إدارة يرأسه رئيس الوزراء أو سلطة حكومية مكلفة من طرفه لهذا الغرض. ويضم مجلس الإدارة كل من: وزير المالية، وزير العدل، حاكم البنك المركزي (بنك المغرب)، أو ممثليهم، كما يضم المجلس ثلاث شخصيات يعينهم الوزير المكلف بالمالية لكفاءتهم في المجال الاقتصادي والمالي، بعهدة تمتد إلى أربعة سنوات، قابلة للتجديد لعهدة إضافية واحدة. وبإمكان مجلس الإدارة تقرير إنشاء أي لجنة تكلف بجزء من سلطاته أو اختصاصاته بحيث تحدد تركيبتها وطرق عملها.[2] وهنا يتضح استيلاء أعوان الحكومة على أنشطة البورصة في الدار البيضاء وهو شبيه بالوضع في الجزائر في هذه النقطة تحديدًا.

2. بورصة الدار البيضاء.

منذ إنشائها سنة 1929، تحت تسمية ديوان مقاصة القيم المنقولة، شهدت بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء ثلاث إصلاحات. إذ تم في سنة 1948 تحول ديوان مقاصة القيم المنقولة إلى ديوان تسعير القيم المنقولة، ليتم في سنة 1967 إعطاء هذه الهيئة تسمية مؤسسة القيم المنقولة كمؤسسة عامة ذات تنظيم قانوني وتقني.[3]

وفي سنة 1993 أنشئت شركة بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء، والتي أصبحت تسميتها "بورصة الدار البيضاء" منذ سنة 2000، وهي شركة مغفلة توكل لها مهمة تسيير بورصة القيم المنقولة وفق دفتر أعباء مصادق عليه من الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة مجلس سوق القيم المنقولة. وتتمثل مهام بورصة القيم المنقولة للدار البيضاء، فضلاً عن تسيير وتطوير البورصة، في

---

[1] Ibid, Web Page :
http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/b_act/reglem.htm

[2] Ibid, Web Page:
http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_cdvm/c_orga/admin.htm

[3] Hebalah El Serafie, Shahira F. Abdel Shahid, "World Stock Exchanges are integrating/consolidating/merging: what could be done by Arab Exchanges?", **Cairo & Alexandria Stock Exchanges** Published Working Paper Series No. 2, October 2002, P. Web Site :
http://www.egyptse.com/download/research_papers/world%20stock%20exchanges.pdf

قبول إدراج القيم المنقولة للتسعير في البورصة أو إلغاءها حرصاً منها على مصـداقية المعـاملات التي تنجز بين شركات البورصة وفق قواعد التعامل في هذه العمليات، ويجب علـى البورصـة أن تعلم مجالس القيم المنقولة حول التجاوزات التي لاحظتها خلال أداء مهامها.[1]

ويتكون رأس مال الشركة المسيرة للبورصة من مساهمات شركات البورصة المعتمدة، حيث يتم توزيع حصص المساهمين بالتساوي، وفي حالة خروج أحد تلـك الشـركات تـوزع حصـتها بالتساوي على باقي المساهمين عن طريق شراء حصتها، ويتم شراء أسهم الشركة المسيرة للبورصة بسعر تحدده هيئة القيم المنقولة. وتسير بورصة القيم للدار البيضاء بالأوامر التي ينشطها شـركات البورصة بشكل حصري، ويتم تحديد قواعد عمل البورصة بقانون عـام معد من الشركة المسيـرة للبورصـة ومصادق عليـه بأمر من الوزير المكلف بالماليـة بعد الاطلاع على رأي هيئة أسواق القيم المنقولة وتتضمن بورصـة الدار البيضـاء سوقين.

أ- السوق المركزي.

يجب أن تمر جميع التعاملات حول الأوراق المالية المدرجة في بورصـة الـدار البيضـاء بالسوق المركزي، باستثناء تعاملات الكتل التي تتم على أساس التفاوض. ويجري التعامـل بجميـع القيم المنقولة بنظام التسعير الإلكتروني انطلاقاً من مراكز تجميع جهوية توضـع تحـت تصـرف شركات البورصة. وقد حدد هامش التغير المسموح به سواء تعلق الأمر بالانخفـاض أو الارتفـاع خلال جلسة تداول واحدة لأسعار جميع القيم المنقولة بنسبة 6 % مقارنة بالسعر المرجعي. وتصنف القيم المنقولة حسب سيولتها إلى ثلاثة فئات: القيم الأقل سيولة يتم تسعيرها حسب التسعير الثابـت، القيم الشديدة السيولة تسعر حسب التسعير المستمر، أما القيم الوسطية فتسعر وفق نظـام التسـعير الثابت المزدوج.[2]

ب- سوق الكتل.

يسمح هذا السوق بتنفيذ عدد معتبر من الأوامر من حيث الحجم أو الخصائص الإسـتراتيجية، ويتم التداول عن طريق التفاوض وتحدد البورصة الحجم الأدنى للكتل المقبولة من حيث القيم ومـن حيث السيولة، ويرتبط سعر سوق الكتل بسعر السوق المركزي.[3] وقد تم إنشاء هذه السوق لتفـادي عدم تنفيذ بعض أوامر المستثمرين المؤسساتيين.

---

[1] Ibid.

[2] **بورصة الدار البيضاء**، "إنجازات 2002"، ص.12 الموقع على شبكة الانترنيت: http://www.casablanca-bourse.com/sum2002_arabe/pdf.

[3] نفس المرجع.

ج- الأوراق المالية المتداولة

يمكن تقسيم الأوراق المتداولة في بورصة الدار البيضاء إلى ثلاثة فئات:[1]

- أوراق رأس المال والتي تتضمن الأسهم العاديـة، الأسـهم الممتـازة وشـهادات الاستثمار.
- أوراق الدين وتتضمن السندات العادية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم والسندات التي تسدد بالأسهم.
- أوراق الدين المتداولـة Titres de Créances Négociables (TCN) وهـي أوراق مالية ذات مدة محددة، يتم إصدارها بالتفاوض وتمثل حق دين ذات فوائد.

وعلى العكس من السندات، فإن أوراق الدين المتداولة لا تصدر بالكتل، فهي تسمح للمصـدر بتلبية احتياجاته التمويلية بشكل منتظم ومستمر، وتتضمن أوراق الدين المتداولة:

- شهادات الإيداع، وتصدر من طرف البنوك.
- أذونات الشركات للتمويل، وتصدر من شركات التمويل.
- أذونات الخزينة Billets de Trésorerie، تصدر من شركات الأسهم، المؤسسات العمومية ذات صفة غير مالية والجمعيات.

3. المودع المركزي.

المودع المركزي "ماروكلير Maroclear" هو شركة مغفلة، أنشئت فـي الأول مـن يوليـو 1997 وتتمثل مهامه الرئيسية في:[2]

- ضمان المحافظة على القيم المنقولة المقبولة في عملياتها، بتسـهيل التـداول وتبسـيط إدارتها.
- إدارة الحسابات الجارية للقيم المنقولة المفتوحة باسم فروعها.
- إجراء جميع التحويلات بين الحسابات الجارية وفق أوامر المنضمين إليها.
- وضع حيز التنفيذ كل الإجراءات بغرض تسهيل ممارسة الحقوق المرتبطـة بـأوراقهم المالية لأعضائها وتحصيل المنتجات التي يسيرونها.
- ممارسة الرقابة المحاسبية والتدقيق في التوازنات المحاسبية.

[1] **بورصة الدار البيضاء،** " دليل الاستثمار في البورصة"، ص. 5، الموقع على شبكة الانترنيت:
http:// www.casablanca-bourse.com /guide-_arabe/pdf.

[2] أنظر الظهير رقم 1-96-246 للتاسع من يناير 1997 المتمم للقانون رقم 35-96 المتعلق بإنشاء مودع مركزي ووضع نظام عام لتسجيل بعض القيم.

– ضمان تقنين القيم المقبولة في عملياتها.

ولتحقيق هذه المهام تم إنشاء مؤسسات إيداع فرعية تتمثل الخدمات التي توفرها في المحافظة وإدارة الأوراق المالية، تسليم الأوراق المالية المباعة مقابل القيم، وتسوية الأوراق المالية التي تـم شرائها مقابل تسليمها، إلى جانب إجراء العمليات المرتبطة بالأوراق المالية.[1]

كما تضطلع مؤسسة الإيداع بمهمة تجميع الأوامر الواردة للبورصة، وفي هذه الحالـة فـإن مؤسسة الإيداع تقوم بتحويل الأوامر لشركات البورصة لتنفيذها. إن فتح حساب للأوراق المالية في مؤسسة الإيداع يمثل عقداً بين هذه المؤسسة وزبائنها، ويحدد هذا العقد الحقوق والواجبات للطرفين ويحدد كذلك طرق إعلام الزبائن حول العمليات المنجزة لحسـاباتهم وشـروط التسـعير. ويمكـن للمؤسسات المصرفية وشركات البورصة أن تتصرف كمؤسسات إيداع للأوراق الماليـة والسـيولة النقدية لزبائنها، وبالتالي فهي تلعب دور الوساطة والحفاظ على الأوراق المالية والسيولة النقدية.

4. هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

تهتم هذه الهيئة بتجميع مدخرات الأعوان الاقتصاديين بإصدار الأسهم ويتم تكـوين حافظـة بالقيم المنقولة من تجميع تلك المدخرات، وتقوم هيئة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة المغربية التي أسست سنة 1995 بتوجيه المدخرات لتمويل المؤسسات، مساهمةً بذلك في تنمية الاقتصاد. ولهـذه الهيئات شكلين قانونيين: شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير وصناديق التوظيف المشتركة.

فالمستثمرون في أسهم شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغيـر هـم مسـاهمون، أمـا المستثمرون في صناديق التوظيف الجماعي فيتم تحديدهم باسم حامل الحصص، فبالنسبة لشـركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير هي شركة مغفلة، فكل مستثمر يكتتب في الأسهم يصبح مسـاهمًا وله الحق في التعبير عن آراءه في التسيير في الجمعيات العمومية. أما صناديق التوظيف الجمـاعي فليس لها شخصية معنوية ويضمن تسييرها مؤسسة تسيير صناديق التوظيف المشتركة التي تعمـل باسم حامليها.

وتمثل مهنة الوساطة في البورصة جمعية مهنيي شركات البورصة والتي تهدف إلـى تنظـيم هذه المهنة.[2] وتتمثل مهامها في مراقبة أعضائها للقوانين والتدابير المتخذة لنشاطهم، والوساطة بـين أعضاءها والسلطات العامة أو الهيئات الوطنية والأجنبية، إلى جانب المساهمة فـي التحكـيم بـين

[1] **CDVM**, Op. Cit., Web Page:
http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_acte_march/c_etabli/etabli.htm
[2] Ibid., Web Page:
http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/b_acte_march/e_socbrs/f_apsb/apsb.htm

أعضائها وحماية المهنة، الترقية التقنية للبورصة، إدخال التكنولوجيات الجديدة وتكوين العاملين في البورصة.

وما يمكن استخلاصه من دراسة الهيكل التنظيمي للسوق المالي المغربي هو التغيرات التي ميزته خلال العقد الأخير من قرن العشرين، حيث تم استحداث هيئة لإيداع الأوراق المالية تعرف بالمودع المركزي مهامه حفظ القيم المنقولة الخاضعة لنظام التسجيل في الحساب وتسهيل تداول هذه القيم لفائدة المؤسسات المنخرطة في هذا النظام.

وبغية التطابق مع المعايير الدولية انتقلت البورصة في سنة 1998 إلى نظام التسعير الإلكتروني، كما تم تقليص مدة إتمام التعاملات من 5 أيام إلى 3 أيام. وإحداث مؤسسات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة التي ساهمت بشكل واسع في تعبئة الادخار، خاصة لدى الأسر، وتوجيهه نحو البورصة، فقد انتقل عدد هذه المؤسسات من 5 في سنة 1995 إلى 154 مؤسسة في نهاية سنة 2001 تقوم حاليا بإدارة أصول صافية بقيمة 43,5 مليار درهم.[1]

وكخلاصة لدراسة التنظيم القانوني والمؤسسي للأسواق المالية في المغرب، الجزائر وتونس، هو اشتراك هذه الأسواق من حيث القوانين المنظمة والمسيرة لها، حيث أولت هذه الدول أهمية لتحديث النظام المالي منذ التسعينيات من القرن العشرين. وقد كان للهيئات المنشئة لتنظيم وتسيير الأسواق المالية صلاحيات واسعة في سوق القيم خاصة في المغرب وتونس، ويبقى القصور في المجال التشريعي بالنسبة للبورصة الجزائرية هو غياب دور الخواص في عمليات البورصة المختلفة.

وتم في إطار تطوير أنظمة التداول، استخدام التسعير الالكتروني بغية زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء، فضلاً عن توفير شفافية أكبر للمتعاملين في السوق. كما تم في إطار السعي إلى تخفيض تكلفة الاستثمار وتطوير عمليات التسوية والمقاصة إنشاء مراكز إيداع مركزية تعمل على حفظ ونقل ملكية الأوراق المالية بما يدعم استقطاب المستثمرين من خلال الضمانات التي تقدمها هذه الهيئات. ويبقى أن الدور الإعلامي الواجب على تلك الأسواق القيام به تجاه المدخرين لم يرق إلى المستوى المقبول، وقد ساهم في ذلك غياب ثقافة الادخار لدى الفرد المغاربي بصورة عامة والفرد الجزائري بصورة خاصة، وهو ما يفسر الأداء المتواضع للأسواق المالية في هذه الدول مثلما سيوضحه المبحث الموالي.

---

[1] **بنك المغرب،** مداخلة للسيد حاكم بنك المغرب أمام النادي الدبلوماسي المغربي، ص25. الموقع على شبكة الانترنيت: www.bank-of-maghreb.com.ma

المبحث الثاني: واقع الأسواق الأولية والبورصات في الجزائر، المغرب وتونس.

تتباين الأوضاع الاقتصادية والمالية للجزائر والمغرب وتونس. ففي الجزائر تعتبر الوضعية الاقتصادية والمالية هشة لارتباطها بتطور أسعار البترول، سواء على الصعيد الاقتصادي (96 % من إجمالي الصادرات) أو على الصعيد الجبائي (تمثل الجباية البترولية ما يقارب 60 % من إيرادات الدولة وثلث الناتج المحلي الخام حسب إحصائيات سنة 2002).[1] ويرتبط اقتصاد المغرب بشكل وثيق بالتطورات المناخية، حيث يمثل القطاع الفلاحي 70 % من الناتج المحلي الخام. أما في تونس فيعتبر الوضعية الاقتصادية أكثر استقرارًا لارتباط اقتصادها بقطاعات متنوعة. وللوقوف على تأثير الأسواق المالية في اقتصاديات هذه الدول سيتم من خلال هذا المبحث عرض نشاط الأسواق الأولية والثانوية بحيث يصبح بالإمكان تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية.

I – دراسة الأسواق الأولية.

على الرغم من الجهود المبذولة من قبل دول المغرب العربي في تنشيط أسواقها المالية فإن مساهمتها في تمويل الاستثمارات تبقى محدودة للغاية مقارنة بالأوضاع في الأسواق المتقدمة أو الأسواق الناشئة الأخرى، ويتجلى ذلك في سوق الإصدار التي لم ترق إلى تطلعات السلطات والمستثمرين على حد سواء.

1. مساهمة الأسواق الأولية في تمويل الاستثمارات.

إن تحديد درجة كفاءة الأسواق المالية يرتبط بمدى قدرة الأسواق الأولية على استيعاب المدخرات وتوجيهها للاستثمارات المنتجة. وتؤثر الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية على نمو الاستثمارات بشكل مباشر.[2] ويسمح تتبع نشاط السوق الأولي في بلدان الدراسة بتحديد الدور الذي تلعبه تلك الأسواق في نمو الاستثمارات.

تشهد سوق الإصدار التونسية تطوراً ملحوظاً خاصة سوق السندات، غير أن هذا التطور يبقى متواضعاً حتى يتسنى للسوق الأولي لعب دور مهم في تمويل الاستثمار. والمتتبع لمساهمة السوق الأولي التونسي بقسميها الأسهم والسندات في تمويل الاستثمارات يلاحظ أنها ارتفعت منذ سنة 1997. وقد كان لإصدارات السندات الدور البارز في هذا الارتفاع كما يوضحه الجدول 3، فقد

---

[1] **MINEFI – DREE/TRÉSOR**, "Mission Économique, Situation économique et financière de l'Algérie", Web Site :
http://www.dree.org/algerie/documents.asp?Rub=1&F=PDF&Num=55024

[2] Ali A. Bolbol, Mohammed M. Omran, "Arab Stock Markets and Capital Investment", **AMF**, Economic Papers, Number 8, Abu Dhabi, February 2004, p.4. Web Site: www.amf.ae.org

بلغت المساهمة الإجمالية لإصدارات السوق الأولية في تمويل الاستثمار 10 % سنة 2001 لتحقق بذلك أعلى مستوى لها خلال المخطط التاسع التونسي.[1]

الجدول 3: مساهمة السوق المالي التونسي في تمويل الاستثمار الخاص

(الوحدة مليون دينار تونسي)

	1997	1998	1999	2000	2001
الزيادة الفعلية (النقدية) لرأس المال	101	39	74	33	113
إصدار السندات Emprunts Obligataires	60	144	146	154	297
مجموع المساهمة	161	183	220	187	410
إجمالي تكوين رأس المال الثابت الخاص	2656	2973	3170	3693	4174
المساهمة/إجمالي تكوين رأس المال الخاص	6 %	6 %	7 %	5 %	10 %

المصدر: هيئة السوق المالية التونسية، التقرير السنوي 2001، ص. 27. الموقع على شبكة الانترنيت:
http://www.cmf.org.tn/rap01CMF_arab.pdf

أما بالنسبة لسوق الإصدار المغربي، فقد تميز بعزوف الشركات عن التوجه إلى تمويل استثماراتها عن طريق السوق المالي مفضلةً استخدام القروض البنكية، حيث أن مجموع الاستدعاء العام للادخار لم يتجاوز 6.5 % سنة 2001 من إجمالي تكوين رأس المال الثابت مثلما يوضحه الجدول 4، وإذا تمت مقارنته بمجموع القروض الممنوحة من طرف القطاع المصرفي فلم يتجاوز نسبة 3%.[2]

الجدول 4: مساهمة السوق المالي المغربي في تمويل الاستثمارات

(الوحدة مليون درهم)

	2000	2001
الزيادة في رأس المال(1)	2 146	669
إصدار السندات Emprunts Obligataires (2)	3339	5212
مجموع المساهمة	5484	5881
إجمالي تكوين رأس المال الثابت	84982	91263
المساهمة/إجمالي تكوين رأس المال الثابت	6.45 %	6.44 %

Source : CDVM, Rapport Annuel 2001, p.24. Web Site :
http://www.cdvm.gov.ma

وبالرغم من مساهمة القطاع الخاص الجزائري التي تمثل 30 % في الاقتصاد،[3] فإن هذه المساهمة لم تكن كفيلة للحلول محل الدولة في عملية تراكم رأس المال الضروري لدعم التنمية عن

[1] **Conseil du Marché Financier**, Rapport Annuel 2001, P.27 Web Site :
http://www.cmf.org.tn/rap01CMF_fran.pdf

[2] **CDVM,** Rapport Annuel 2001, p24. Web page: http://www.cdvm.gov.ma/cdvmweb/Navi_cdvm/pdf

[3] **International Crisis Group ICG,** "L'économie algérienne: le cercle vicieux du pétrole et de la violence", Rapport Afrique N° 36, Bruxelles : 26 octobre 2001, p.9. Web Site :

طريق الاستثمارات. ولم يتعد نشاط السوق الأولي في الجزائر سـنتي 1999 و2000 مـن خـلال إدراج قيم أربعة شركات حققت الشروط التي وضعت للقبول في البورصة، حيـث أدرجـت فـي المرحلة الأولى لنشاط السوق المالي الجزائري سـنة 1999 قـيم شـركات الريـاض، صـايدال وسوناطراك لتنضم إليها في سنة 2000 قيم فندق الأوراسي. حيث تم طرح 20 % من رأس مـال مجمع صيدال للاكتتاب العام أواخر سنة 1999 ومثلت تلك النسبة مليوني (2) سهم عـادي بسـعر 850 د.ج للسهم الواحد،[1] كما تم طرح 1.2 مليون سهم عادي من أسهم الرياض 1999 بسعر 450 د.ج للسهم الواحد.[2] أما بالنسبة لأسهم الأوراسي فلم يتم إدراجها إلا مع بداية 2000. في حين كانت السندات المصدرة لشركة سوناطراك بقيمة 5 مليار د.ج في مرحلة أولى بمعدلات فائدة 13 % على امتداد ست (06) سنوات، ونظرًا للإقبال الكبير على سندات سوناطراك تم رفع قيمة الإصدارات من السنـدات إلى 8 مليـار د.ج في مرحلة ثانية مع نفس شـروط الإصـدار السابقـة الذكر.[3]

وبتفصيل طبيعة الإصدارات الجديدة في الأسواق الأولية لتـونس والمغـرب، نجـد توجـه المصدرين نحو إصدار السندات في السوقين، حيث أن توزيع هذه الإصدارات في تونس بين أوراق رأس المال وأوراق الدين (السندات) سيطرت عليه السندات خلال السنوات الأخيرة بعد فتح المجال من طرف السلطات التونسية أمام الشركات لإصدار أوراق السندات بعدما كانت تلـك الإصـدارات حكرًا على الحكومة قبل التسعينيات، وهو ما يتجلى في النسبـة المحققـة سنة 2001 حيث بلغـت 66 % بقيمة 297 مليون دينار، مقابل 155 مليون دينار تونسي لأوراق رأس المال موزعـة بـين إصدارات نقدية (113 مليون دينار) وتوزيع أسهم مجانية (42 مليون دينار) وبنسبة إجمالية 34 % كما يوضحـه الجدول 5.

ولا يختلف الأمر بالنسبة للسوق الأولي المغربي، حيث يهيمن إصدار السندات على إصدارات أوراق رأس المال، فقد تضاعف إصدار السندات بنسبة 114 % بين سـنتي 2000 و2001، فيمـا انتقلت الزيادة النقدية لرأس المال من مبلغ إجمالي 2149 مليار درهم إلى 669 مليار درهم.[4]

---

http://www.crisisweb.org/home/getfile.cfm?id=147&type=pdf

[1] **Bourse d'alger**, Bulletin Officiel de la Cote AVIS N°01/1999, Web Site : http://membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a1121.htm

[2] **Bourse d'alger**, Bulletin Officiel de la Cote AVIS N°03/1999, Web Site : http://membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a1123.htm

[3] **MINISTRE DE FINANCE**, "Situation Economique et Financière de L'Algérie en 1997", Web Site: http://membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a197.htm

[4] **بنك المغرب**، "التقرير السنوي 2002"، ص. 124. الموقع على شبكة الانترنيت: www.bank-of-maghreb.com.ma

الجدول 5: توزيع إصدارات السوق الأولي التونسي.

(الوحدة مليون دينار تونسي)

	1997	1998	1999	2000	2001
أوراق رأس المال	134	55	107	113	155
	% 69	% 28	% 42	% 42	% 34
إصدار نقدي	101	39	74	33	113
توزيع أسهم مجانية	33	16	33	80	42
السندات	60	144	146	154	297
	31%	72%	58%	58%	66%
المجموع	194	199	253	267	452

المصدر: هيئة السوق المالية التونسية، التقرير السنوي 2001، ص. 27. الموقع على شبكة الانترنيت:
http://www.cmf.org.tn/rap01CMF_arab.pdf

2. التوزيع القطاعي للإصدارات.

يختلف إسهام القطاعات المختلفة للاقتصاد في إصدارات الأوراق المالية من سنة إلى أخرى، وإذا كان الركود يميز السوق المالي الجزائري فإن كلاً من السوق الأولي التونسي والمغربي يتميزان بالنشاط على الرغم من الدور المحدود للسوقين في تمويل الاقتصاد، وفيما يلي تفصيل التوزيع القطاعي لإصدارات أوراق رأس المال وأوراق الدين في السوقين التونسي والمغربي.

أ- التوزيع القطاعي لأوراق رأس المال.

تتوزع إصدارات أوراق رأس المال في السوق الأولي التونسي بنسب متقاربة حسب بيانات سنة 2001 بين قطاعات البنوك، الخدمات والقطاع الصناعي بنسب 32 %، 29 % و25 % على التوالي، فيما توزعت الحصة الباقية على قطاعي الإيجار المالي والقطاع السياحي بنسب 8 % و6 % على التوالي.[1] وتتبع السلطات التونسية سياسة تعتمد على إعطاء علاوة إصدار معتبرة، حيث تقدم فرق كبير بين سعر السهم الاسمي وسعر الإصدار الذي يقارب السعر السوقي، وهي سياسة تهدف إلى تشجيع إقبال المستثمرين على الإصدارات الجديدة من الأسهم. وتشكل الشركات المدرجة في البورصة أبرز مصدري الأسهم بنسبة 80 %، في الوقت الذي كان نصيب السوق الموازية من الإصدارات الجديدة من الأسهم 20 %.[2] وتسجل عمليات الخصخصة عن طريق بيع الأسهم في السوق الأولي التونسي تطوراً ملحوظاً فقد بلغ حجم عمليات الخصخصة 105.34 مليون دينار، وتتم عملية البيع في السوق المالي التونسي عن طريق الطرح العام للبيع في البورصة أو عن طريق التسجيل في السوق الموازية.

---

[1] **Banque de Tunis,** Rapport annuel 2002. p. 232.
Web Site : www.banque-of-tunis.com.tn
[2] **Conseil du Marché Financier**, Op. Cit., P.30

وبتتبع توزيع إصدارات الأسهم في السوق المالي المغربي، يلاحظ كذلك هيمنة القطاع المالي على إصدارات أوراق رأس المال منذ 1999 بسبب عملية إعادة هيكلة البنوك المغربية، غير أن هذه الهيمنة تتجه إلى الزوال، فقدت كانت تمثل 82 % سنة 1999، لتتراجع إلى 70 % سنة 2000 ثم إلى 32 % سنة 2001.[1] وقد كانت عمليات الاستدعاء العام للادخار لزيادة رأس المال سنة 2001 تتم إما عن طريق الإدراج الجديد في البورصة وبالتالي استفادة مصدري الأسهم من تخفيض بنسبة 50 % من الضرائب على أرباح الشركات خلال ثلاث سنوات من تاريخ الإدراج حسب قانون المالية لسنة 2001 لتشجيع الإدراج في البورصة عن طريق زيادة رأس المال، أو عن طريق تخصيص عمليات للأجراء أو المساهمين في إطار عمليات التقرب من المساهمين.[2]

ب- التوزيع القطاعي لإصدار السندات.

سمحت التسهيلات القانونية التي منحت للشركات الحق في إصدار السندات بتطور هذه الإصدارات، ففي تونس حقق إصدار السندات من قبل الشركات المساهمة أعلى مستوى له خلال سنة 2001 بقيمة 297 مليون دينار تونسي، استأثر القطاع المالي بالقيمة الأبرز منها بتحقيقه 139 مليون دينار، وتشكل شركات الاستثمار ومؤسسات التوظيف الجماعي في الأوراق المالية أهم المكتتبين في السندات الخاصة مقارنة بقطاع التأمين وصناديق التقاعد والأشخاص المعنويين والطبيعيين. ولا يختلف الأمر كثيرًا في السوق الأولي المغربي، حيث يسيطر القطاع المالي بدوره على إصدارات السندات مما يجعل من نشاط سوق السندات المغربي محدود لغياب المؤسسات غير المالية مثلما يوضح الجدول 6 الذي يقدم تطور إصدارات السندات خلال الفترة 1997-2001.

الجدول 6: التوزيع القطاعي لإصدارات السندات في المغرب

الشركات	1997	1998	1999	2000	2001
القرض العقاري الفندقي CIH	500	500	—	295.11	—
كريدتور Créditor	—	200	—	—	—
تسليف Taslif	—	30	—	—	—
البنك الوطني للتنمية الاقتصادية BNDE	200	400	—	—	600
الصندوق المشترك للتجهيز FEC	350	—	—	—	—
البنك المغربي للتجارة والصناعة BMCI	—	—	—	400	—
ONA	—	—	—	—	1000

Source : CDVM, Rapport Annuel 2001, p.25

[1] **CDVM**, Op. Cit., p.27
[2] Ibid.

وما يمكن استخلاصه من دراسة الأسواق الأولية في الجزائر، المغرب وتونس هو الدور المحدود لهذه الأسواق في تمويل الاقتصاد، فحتى وإن كانت معدلات الإصدارات الجديدة إلى الناتج المحلي الخام سجلت ارتفاعات في السنوات الأخيرة في تونس والمغرب إلا أنها تميزت بالبطء الشديد. والسبب يعود إلى اعتماد اقتصاديات تلك الدول على النظام المصرفي رغم ما تحمله ويتحمله من أعباء المؤسسات العمومية خاصة في الجزائر. وظهر اتجاه جديد في الأسواق الأولية للمغرب وتونس تمثل في فتح المجال أمام الشركات الخاصة لإصدار السندات بعدما كانت حكرًا على الحكومات، وساهم في هذا التوجه التسهيلات الضريبية والعوائد المحفزة المرتبطة بهذا النوع من الإصدارات، حيث أصبحت تنافس مصادر التمويل الأخرى. كما ساهمت أسواق الإصدار في هذه الدول في خصخصة المؤسسات العمومية خاصة في السوق التونسي، بينما لازالت هذه العملية تخضع للعديد من المعيقات في سوق الإصدار الجزائري مما يتطلب من مسيري هذه السوق إعطاء الضمانات والتدابير الضرورية لإنعاش السوق الأولي الجزائري.

II – دراسة الأسواق الثانوية.

إن تحديد مدى تطور البورصات لا يعتمد على دراسة مؤشر واحد وإنما على تشكيلة متكاملة من المؤشرات بحيث تؤثر على درجة تطور الأسواق المالية وكفاءتها. ونظراً لغياب البيانات حول جميع مؤشرات كفاءة البورصة بالنسبة لدول الدراسة، وبالأخص فيما يتعلق ببورصة الجزائر، فسيعتمد الباحث على البيانات المتوفرة فقط.

1. مؤشر حجم السوق.

إن اتساع حجم السوق المالي يعد مؤشرًا على نمو الاستثمارات في الأسواق المالية، ويتم دراسة حجم السوق بتتبع معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام، وعدد الشركات المدرجة في البورصة.

أ- معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام.

شهد مؤشر رسملة البورصة في دول الدراسة تراجعًا محسوسًا منذ سنة 2000 ويفسر انخفاض هذا المؤشر بتراجع معدلات النمو الاقتصادي مقابل ارتفاع سعر الدولار الأمريكي. ويعكس الجدول 7 تطور رسملة البورصة في المغرب، تونس والجزائر بين سنتي 1999-2002.

الجدول 7 : رسملة البورصة في المغرب، تونس والجزائر 1999-2002

(الوحدة مليون دولار)

	1999	2000	2001	2002
المغرب	13 701,68	10 857,84	9 030,80	8 564,24
تونس	2 638,43	2 809,12	2 229,57	2 125,68
الجزائر*	287,74	285,51	195,52	145,97

* تم حساب القيمة على أساس سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الجزائري لمتوسط الفترة حسب بيانات صندوق النقد العربي.

المصدر: صندوق النقد العربي لبيانات المغرب وتونس؛ وبورصة الجزائر لبيانات الجزائر.

ويعتبر التراجع المسجل في القيمة السوقية لأسهم بورصة الدار البيضاء نتيجة تصحيح الأسعار الذي لجأت إليه السلطات في هذا البلد نتيجة الارتفاع الكبير المسجل في مؤشرات السوق سنتي 1997 و1998.[1] وعلى الرغم من إنجاز زيادات في رأس المال لأربع شركات بمبلغ إجمالي قدره 571 مليون درهم، وعمليتين للإدراج في البورصة بما مجموعه 124 مليون درهم سنة 2002 إلا أن الاتجاه العام لرسملة البورصة استمر في الانخفاض.[2] أما عن أسباب تراجع رسملة البورصة التونسية، فيعود بدوره إلى تصحيح الأسعار نحو الانخفاض للأوراق المالية ذات الوزن الهام في البورصة.

ويعكس انخفاض مؤشر رسملة البورصة في الجزائر ركود البورصة الجزائرية، فباستثناء الارتفاع المسجل سنة 2000 نتيجة إدراج قيم الأوراسي سجلت باقي السنوات انخفاضات متتالية، فبعدما بلغت القيمة السوقية للأسهم المدرجة في بورصة الجزائر 21.5 مليار دينار سنة 2000 تراجعت سنة 2003 مسجلة 11.1 مليار دينار.[3] وقدم أسهم ضعف التداول في تسجيل هذه القيم المخيبة فضلاً عن قلة القيم المدرجة في بورصة الجزائر منذ افتتاحها.

وعلى صعيد توزيع حصص الرسملة بين القطاعات في بورصتي تونس والدار البيضاء، فالسمة المشتركة بينهما هو هيمنة القطاع البنكي، حيث تمثل هذه الحصة 31 % في المغرب،[4]

[1] **بنك المغرب**، المرجع السابق، ص. 126.

[2] نفس المرجع.

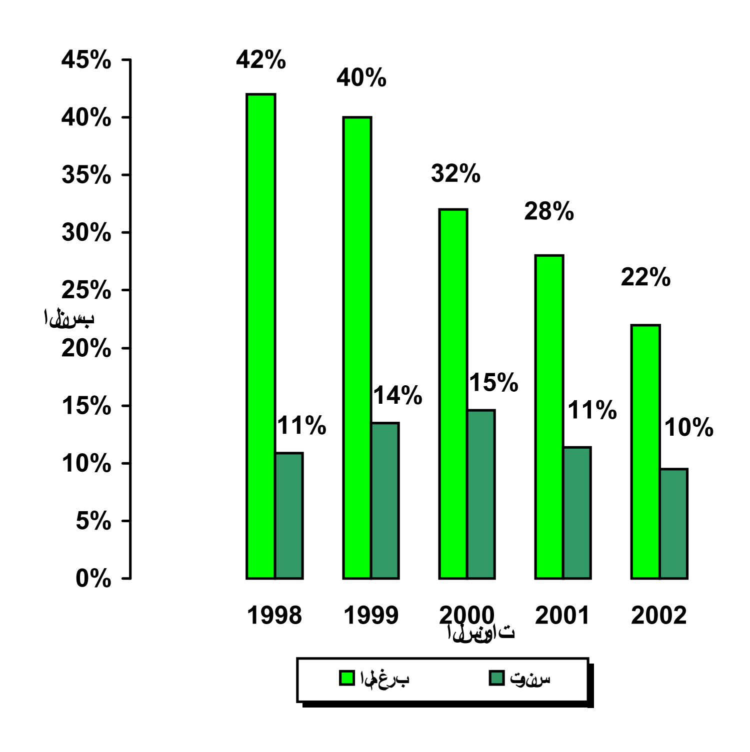
[3] **United Nations Economic Commission For Africa**, "Présentation de la Bourse d'Alger", in African Capital Markets Development Programme, p. 13. Web Site : www.UNECA.org/ECA_Ressources_Magor_ECa_websites/CMD/workshop/northafrican/presentation/Bourse%Algiers20%Pres.ppt

[4] **Bourse de Casablanca**, Rapport d'activité 2002, p. . Web Site : www://http.www.casablanca-bourse.com.

و51 % في تونس.[1] ويعود سبب هذه الهيمنة إلى إجمالي الأوراق الماليـة التابعـة لهـذا القطـاع والمدرجة في البورصة، حيث تمثل في تونس 60 % من إجمالي الأوراق المدرجة بالرغم مـن أن عدد شركات هذا القطاع تمثل 11 شركة من إجمالي الشركات المدرجة سنة 2001. كما أن توجـه المستثمرين إلى القطاع البنكي يعكس توافر المعلومات في هذا القطاع مما يسـمح بتحديـد العائـد ودرجة المخاطرة للمستثمرين.

وبربط مؤشر رسملة البورصة بالناتج المحلي الخام في المغرب وتونس فـإن وزن بورصـة الدار البيضاء في الاقتصاد المغربي سجلت تدهورًا بأربع مرات عما كانت عليه سنة 1998، فبعدما كانت تلك النسبة تمثل 42 % انخفضت إلى حدود 10 % سنة 2002. وهو ما ينطبـق علـى وزن البورصة التونسية في الاقتصاد. وباستثناء الانتعاش الذي سجلته مساهمة البورصة فـي الاقتصـاد حيث سجلت 15 % سنة 2000 فإن باقي السنوات بين 1998 و2002 سجلت انخفاضات متتاليـة مثلما يوضحه الشكل 14.

الشكل 14: رسملة البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام في بورصتي الدار البيضاء وتونس



المصدر: بورصة تونس وبورصة الدار البيضاء.

[1] **Banque de Tunis,** Op. Cit., p 235.

أما في بورصة الجزائر فإن معدل رسملة البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام يكاد يكـون مهملاً، حيث لم تتجاوز هذه النسبة حدود الواحد في المئة منذ بدء التداول سنة 1999 مثلما يوضحه الجدول 8.

الجدول 8: رسملة البورصة نسبة إلى الناتج المحلي الخام في بورصة الجزائر 1999-2003

(الوحدة مليار دينار جزائري)

السنوات	رسملة البورصة	الناتج المحلي الخام	رسملة البورصة/الناتج المحلي الخام
1999	19.18	3,238.20	0.59%
2000	21.50	4,098.80	0.52%
2001	14.72	4,241.80	0.35%
2002	10.99	4,455.40	0.25%
2003	11.10	5,124.00	0.22%

Source : **United Nations Economic Commission For Africa**, "Présentation de la Bourse d'Alger", in African Capital Markets Development Programme, p. 13. Web Site : www.UNECA.org/ECA_Ressources_Magor_ECa_websites/CMD/workshop/northafrican/presentation/Bourse%Algiers20%Pres.ppt

ويعود تدهور هذا المؤشر في دول الدراسة إلى عدم التوافق بين معدلات النمو التـي تسـجل معدلات مستقرة، فيما تستمر رسملة البورصة في الانخفاض. وبما أن مؤشر معدل رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام يعكس مدى قدرة السوق المالي على تعبئـة رؤوس الأمـوال الضـرورية للاستثمار وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها للشركات المقيدة في البورصة، فإن نتائج هذا المؤشر في تونس والمغرب توضحه ابتعادهما عن المعدلات العالمية حيث يفوق هذا المعـدل 100 % فـي العديد من الأسواق الناشئة مثل هونج كونج وسنغافورة. ويعكس انخفاض هـذا المؤشـر فـي دول الدراسة مدى اعتمادها على التمويل عن طريق القروض مقارنة بالتمويـل عـن طريـق إصـدار الأوراق المالية. وبما أن الدراسات التطبيقية التي تم التطرق إليها في الفصل الأول من المذكرة قـد أكدت الترابط الإيجابي بين تطور مؤشر رسملة البورصة إلى الناتج المحلي الخام ومعدلات النمـو الاقتصادي، فمن الضروري على القائمين على الأسواق المالية في المغرب، تونس والجزائر السعي إلى زيادة رسملة البورصة من خلال تسهيل عمليات الإدراج للشركات المستوفية للشروط مع مـنح امتيازات للشركات التي ترغب في زيادة رؤوس أموالها.

ب- عدد الشركات المدرجة.

يؤثر عدد الشركات المدرجة في البورصة على حجم السوق فارتفاع هـذا المؤشـر يعكـس ارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد، غير أن عدد الشركات يجب أن يرتبط بحجـم رأس مالهـا حتى يتسنى لها التأثير الإيجابي على اقتصاد كل بلد.

ويتتبع هذا المؤشر في بلدان الدراسة، فإن عدد الشركات يبقى ضعيفًا مقارنة بباقي الأسـواق الناشئة، ففي الجزائر وعلى الرغم من اقتراح 30 مؤسسة عمومية عند انطلاقة البورصة تم انتقاؤها من المجمعات العمومية Publics Holding خلال سنة 1999 لفتح رأس مالها للقطاع الخـاص، غير أنه من بين هذه المؤسسات حظيت شركتي صايدال والرياض سطيف فقط بالموافقة على إدراج أسهمها في البورصة.[1] فيما لم يتم قبول إدراج أسهم الأوراسي إلا مع بداية سنة 2000. ويعزى هذا العدد المحدود من الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلى التأخر المسجل في تجسـيد عمليـات الخصخصة التي من شأنها أن تضاعف من عدد الأوراق المدرجة في البورصة.

وتدرس لجنة إدارة ومراقبة عمليات البورصة ملفات 8 مؤسسات عمومية لإنعاش البورصـة، ويتعلق الأمر بمؤسسة ميناء الجزائر EPAL، المؤسسـة الوطنيـة للنقـل البحـري للمسـافرين ENTMV، الخطوط الجوية الجزائرية Air Algérie ومؤسسة ميناء أرزيو EPArzew في قطاع النقل، ويمثل قطاع التأمين الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، والشركة الجزائريـة للتأمين الشامل CAAT، بالإضافة إلى فندق الجزائر والشركة الوطنية للتبغ والكبريت SNTA.[2]

وبالنسبة لبورصة الدار البيضاء فإن عدد الشركات تميز بالاستقرار حيث بلغ 55 شركة سـنة 2002 الجدول 9، وبالرغم من أن عدد الشركات انخفض عما كان عليه سنة 1994 حيث كان العدد 61 شركة،[3] إلا أن وزن تلك الشركة في البورصة من حيث الرساميل كان أقل مما هو عليـه فـي سنة 2002. أما في بورصة تونس فقد كان عدد الشركات في ارتفاع مستمر فبعدما كان العـدد 21 شركة سنة 1994 أصبح عددها 46 سنة 2002.[4] ومع أن عمليات الاندماج بين بعـض الشـركات المدرجة في البورصة إلا أن عددها استمر في الارتفاع نتيجة قبول شركات أخرى جديدة.

الجدول 9: عدد الشركات المدرجة في بورصات الجزائر، تونس والدار البيضاء

2002-1999

	1999	2000	2001	2002
الجزائر	02	03	03	03
المغرب	54	54	55	55
تونس	44	44	45	46

المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية"، الربع الرابع، العدد 32، 2002.

[1] Kada Ihssane, "la Bourse d'Alger", **Algeria Interface,** site d'information mars 2002 Web Site : www.algeria-interface.com

[2] Falila Gbadamassi, "Sursis pour la Bourse d'Alger ? Huit entreprises publiques bientôt côtées", **AllAfrica Global Media**. 9/07/2003. Web Site: www.Afrikom.com

[3] **صندوق النقد العربي،** "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية"، الربع الرابع، العدد 32، 2002، ص.60. الموقع على شبكة الانترنيت:.www.amf.ae.org

[4] نفس المرجع، ص.24.

وعلى مستوى درجة التركز أي الشركات التي تستحوذ على أكبر حصة من البورصة من حيث حركة وقيمة التداول، تتركز حركة التداول في بورصة الدار البيضاء بين 10 شركات بنسبة 65.64 % سنة 2001 من إجمالي عدد الأسهم المتداولة في البورصة المغربية، في حين بلغت قيمة التداول للشركات العشر الأكثر نشاطًا نسبة 72.81 %،[1] مما يؤشر على درجة التركز العالية في بورصة الدار البيضاء. وكانت هذه النسب في بورصة تونس لأنشط خمس شركات 25 % و34 % من ناحية حركة التداول ومن ناحية المساهمة في إجمالي رسملة البورصة على التوالي لسنة 2001.[2] ومن خلال نسب التركز، تعتبر بورصة تونس أكثر كفاءة من بورصة الدار البيضاء، حيث أن انخفاض هذه النسب، أي توزع نشاط البورصة على أكبر عدد من الشركات المدرجة مؤشر على كفاءة السوق نتيجة التنويع المتاح في الاستثمار وبالتالي التقليل من درجة المخاطرة.

2. مؤشر سيولة السوق.

تمثل السيولة في البورصة سهولة بيع أو شراء الأوراق المالية، ويتم حساب هذا المؤشر عن طريق قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام، وقيمة التداول إلى رأس المال السوقي أو ما يعرف بمعدل الدوران. وقبل التعمق في المؤشر الأول بالنسبة للأسواق الثلاثة، والمؤشر الثاني بالنسبة لبورصة الدار البيضاء وتونس من الضروري تتبع حركة التداول في البورصات الثلاثة بشكل منفرد لارتباطه بالمؤشرين السابقين.

إن استمرارية السوق الأولي لن تتحقق إلا إذا كانت السوق الثانوي تتميز بالنشاط. وكغيرها من البورصات العالمية، شهدت قيمة التداول في بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس انخفاضات متتالية مع نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحالي متأثرة بالظروف الاقتصادية العالمية. وبإجراء مقارنة بين البورصات الثلاثة، نجد أن بورصة الدار البيضاء تعتبر الأكثر نشاطًا حيث سجلت قيمة التداول بها 2.3 مليون دولار سنة 2001، وهي قيمة تشكل ثمان أضعاف قيمة التداول في البورصة التونسية.[3] غير أن المتتبع لتطور هذا المؤشر في الدار البيضاء للفترة الممتدة بين سنتي 1999 و2001 يلاحظ اتجاهه إلى الانخفاض بحوالي أربع مرات. أما بالنسبة لبورصتي تونس والجزائر، فتتميز قيمة التداول في الأولى بالاستقرار النسبي، فيما قيمة هذا المؤشر في الجزائر تكاد تكون مهملة خلال نفس الفترة مثلما يوضحه الجدول 10. وفيما يلي متابعة لأسباب تطور مؤشر قيمة التداول بهذا الشكل في البورصات الثلاث.

[1] **بورصة الدار البيضاء،** " إنجازات 2002"، المرجع السابق، ص.26.
[2] **مجلس الأسواق المالية،** المرجع السابق، ص.47.
[3] **صندوق النقد العربي،** "التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001"، ص.17.

الجدول 10: الأموال المتداولة في بورصات الجزائر، المغرب وتونس

	1999		2000		2001	
	العملة المحلية بالملاين	بملايين الدولارات	العملة المحلية بالملايين	بملايين الدولارات	العملة المحلية بالملايين	بملايين الدولارات
تونس	553.00	457.29	909.00	686.78	509.00	342.05
الجزائر*	108.00	1.62	720.00	9.56	533.00	6.90
المغرب	94.30	2,524.77	34.60	1,210.90	25.20	840.75

* قام الباحث بحساب قيمة التداول بالاف الدولارات في البورصة الجزائرية حسب معدلات صرف صندوق النقد العربي.

المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة السنوية، 2002؛ و

United Nations Economic Commission For Africa, "Présentation de la Bourse d'Alger", in African Capital Markets Development Programme, p. 14

أ- التداول في بورصة الدار البيضاء

سجل مؤشر قيمة التداول في بورصة الدار البيضاء انخفاضًا بشكل لافت خلال السنوات الأخيرة، ويعزى هذا الانخفاض إلى تقلص المبادلات في سوق الكتل، بحيث انخفضت حصة هذه السوق من إجمالي المعاملات من 55 % سنة 2000 إلى 35 % سنة 2001.[1] وبما أن سوق الكتل في المغرب تشكل الملاذ الرئيسي للمستثمرين المؤسساتيين في توظيف أموالهم، فإن انخفاض تلك التوظيفات انعكس على إجمالي قيمة التداول في السوق الثانوي. كما أن انعدام العمليات ذات الطابع الاستراتيجي وتقلص العمليات المرتبطة بالأسهم من 90 % سنة 2000 إلى 70 % سنة 2001 ساهم بدوره في انخفاض مؤشر قيمة التداول في البورصة المغربية.

وعلى عكس قيمة التداول، فإن عدد الأسهم المتداولة في بورصة الدار البيضاء يشهد ارتفاعًا مستمراً فبعدما كان عدد الأسهم المتداولة لا يمثل سوى 3.48 مليون سهم سنة 1995 تضاعف هذا العدد ليبلغ 22.44 مليون سهم سنة 2002. وساهم ارتفاع عدد الشركات المدرجة في تلك الفترة في ارتفاع حجم التداول.

ب- التداول في بورصة تونس

شهدت السوق الثانوي التونسي بدورها انخفاضًا في قيمة التداول، ويفسر هذا الانخفاض بالتدخل المحدود للمستثمرين المؤسساتيين في تنشيط السوق، ويعزى هذا التقصير لغياب ثقافة الاستثمار في البورصة، فعلى سبيل المثال، انخفض إجمالي الأسهم المملوكة من طرف شركات الاستثمار ذات رؤوس الأموال المتغيرة من 83 مليار دينار تونسي سنة 2000 إلى 53 مليار دينار تونسي سنة 2001.[2] كما أن زيادة رؤوس الأموال من خلال إدماج الاحتياطات لا تخضع في غالبية

[1] CDVM, Op. Cit., P.13

[2] **مجلس الأسواق المالية**، المرجع السابق، ص.36.

الحالات إلى معايير عقلانية مما أسهم في إحجام المستثمرين عن تداول أسـهم بعـض الشـركات وبالتالي انعكس هذا السلوك على قيمة التداول في بورصة تونس.

ج- التداول في بورصة الجزائر

انطلق التداول في بورصة الجزائر نهاية سنة 1999 وتحديدًا في سبتمبر حيث تم تسجيل 16 جلسة من جلسات التسعير على أوراق الشركات المدرجة. وكانت الحافظة المالية للمستثمرين تتشكل من أسهم مجمع صيدال والرياض سطيف بنسبتي 70 % و28 % على التوالي، فيما كانت النسـبة المتبقية (2 %) من نصيب سندات سوناطراك، غير أن قيمة التداول مثلت 60 % منهـا لسـندات سوناطراك، أما أسهم الرياض وصايدال فكان نصيبهما من التداول 21 % و19 % على التـوالي.[1] ويعود هذا الفرق في التداول بين الفئتين من الأوراق للضمانات المقدمة من السندات مقارنة بالأسهم، خاصة أن البورصة كانت في بداياتها الأولى. وأدى إدراج أسهم الأوراسي سنة 2000 إلى انتعاش قيمة التداول خلال تلك السنة لتسجل 720 مليون دينار جزائري بعدما سجلت تلك القيمة 108 مليون دينار في الربع الأخير من سنة 1999. كما أدى إدراج أسهم الأوراسي إلى انخفاض حصة صيدال من حيث حجم التداول الإجمالي. أما في سنة 2001 سجلت قيمة التـداول انخفاضًـا لتسـجل 501 مليون دينار، وما ميز بورصة الجزائر منذ انطلاقها هو ارتفاع حجم أوامر البيع مقارنـة بـأوامر الشراء فيما يتعلق بأوراق رأس المال، حيث شهد الفجوة بين أوامر البيع وأوامر الشراء على أسـهم صايدال 894416 مما أدى إلى انخفاض قيمة سهم صايدال في البورصة سنة 2001.[2] وبـالموازاة مع ذلك فإن سندات سوناطراك تستقطب المستثمرين حيث يفوق الطلب على هذا السند العرض عليه بـ 2768 أمر، وتعتبر قلة الشركات المدرجة في البورصة السبب الرئيسـي لانخفاض التداول.

3. مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام ومعدل الدوران.

أثرت قيمة التداول المتدنية في بورصات الدار البيضاء، الجزائر وتونس على تطور مؤشري قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام ومعدل الدوران، مما انعكس سلبًا على درجـة السـيولة فـي البورصات الثلاث، وفيما يلي متابعة للمؤشرين في بورصات دول الدراسة.

---

[1] **CNES,** "Rapport Sur la Conjoncture du Second Semestre 1999". Web Site : http://www.cnes.dz/cnesdoc/conjoncture/sem299.htm

[2] **MINISTRE DE FINANCE**, "Situation Economique et Financière de L'Algérie en 2002", Web Site: http://membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a197.htm

أ- مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام

إن القيمة المهملة تقريبًا لهذا المؤشر في بورصة الجزائر تعني أن وزن البورصة في الاقتصاد الوطني ليس له تمثيل، وقد تجد البورصة الجزائرية ما يبرر هذه النسبة الضئيلة في حداثتها في النظام المالي الجزائري. أما في البورصة المغربية فيتذبذب هذا المؤشر وكانت أعلى نسبة محققة في سنة 1999 بمعدل 7.21 % مثلما يوضحه الجدول الجدول 11. وهو ما ينطبق على بورصة تونس مع نسبة أقل حيث تراوحت بين 3.52 % كأعلى نسبة و1.15 % بين سنتي 2000 و2002 على التوالي. وساهم ارتفاع الناتج المحلي الخام لهذه الدول مع انخفاض مقابل له في القيمة السوقية لأسهم في تسجيل هذه النسب. وبمقارنة هذا المؤشر لبورصتي المغرب وتونس مع الأسواق المالية فإن هذه النسبة تبقى بعيدة عما حققته الأسواق الناشئة.

الجدول 11: قيمة التداول إلى الناتج المحلي الخام.

	1999	2000	2001	2002
الجزائر	0.003	0.017	0.012	-
المغرب	7.21	3.68	2.51	3.70
تونس	2.19	3.52	1.7	1.15

المصدر: صندوق النقد العربي، وUnited Nations Economic Commission For Africa

ب- مؤشر معدل الدوران

يعكس مؤشر معدل الدوران درجة نشاط البورصة، حيث يربط بين قيمة التداول من الأسهم ورسملة البورصة، ويعني بلوغ هذا المعدل قيمة الواحد هو أن متوسط التداول للسهم في السنة هو مرة واحدة. وبتتبع هذا المؤشر في بورصتي تونس والدار البيضاء يلاحظ تذبذب هذا المعدل في البورصتين بين 9.31 كأدنى نسبة مسجلة في المغرب سنة 2001 و24.45 مسجلة في بورصة تونس سنة 2000، مثلما يوضحه الجدول 12.

الجدول 12 : معدل الدوران في بورصتي تونس والدار البيضاء

	1999	2000	2001	2002
المغرب	18.43	11.13	9.31	16.82
تونس	17.33	24.45	15.34	11.60

المصدر: صندوق النقد العربي

ويعتبر هذا المؤشر بعيدًا عن متوسط معدل الدوران في الاتحاد الدولي لبورصات القيم الذي سجل 153% سنة 2001.[1] غير أن سيولة بورصتي المغرب وتونس تعتبر متوسطة من خلال هذا المؤشر حيث أنها تفوق العديد من البورصات العالمية.

4. مستويات تقييم الشركات.

يبقي تطور السوق أقل حساسية تجاه التطورات الحاصلة للمؤسسات في المغرب، الجزائر وتونس. وتفترض الأدبيات الاقتصادية أن يعكس أداء البورصة وتطور أسعار الأسهم بها التغيرات على مستوى الاقتصاد الحقيقي، غير أن السوق لم تتفاعل بشكل كبير مع نشر الشركات المدرجة في البورصة لنتائجها على الرغم من أن أغلبية تلك الشركات حققت نتائج إيجابية. ويمكن تتبع تأثير التطورات الحقيقية للمؤسسات على أسعارها في البورصة من خلال معدلات الربحية PER، وعلى الرغم من أن هذه المعدلات هي ذات مستويات جذابة إلا أن نفور المستثمرين من البورصات يستدعي مراجعة الأسباب.

يقدم تحليل النتائج السنوية لسنة 2000 في بورصة الدار البيضاء أن أغلبية الشركات المدرجة في البورصة حققت نتائج إيجابية باستثناء ستة شركات تكبدت خسائر صافية، بينما من بين 54 شركة مدرجة في البورصة، سجلت 25 شركة انخفاضًا في أرباحها الصافية. أما باقي الشركات (28) فقد حققت أرباحًا أو أن نتائجها كانت في وضع قار.[2] وتتعارض نتائج الشركات مع تطور أسعار أسهمها في البورصة حيث انخفضت أسعار 75 % من القيم المدرجة في البورصة، مما يوضح عدم التطابق بين سلوك بورصة القيم وتطور القطاع الحقيقي.

وبالمقابل تحقق أغلب الشركات التونسية نتائج مالية جيدة غير أن ذلك لم ينعكس بدوره على سوق البورصة. حيث كان أداء 70 % من الشركات المدرجة، والتي تشكل رسملتها في البورصة 80 % من الرسملة الإجمالية، إيجابيًا على مستوى أرقام أعمالها ونتائجها لسنة 2001 غير أن انعكاسها على الأسعار في البورصة كان ضئيلاً.[3] وتساهم هذه الوضعية في نفور المدخرين الصغار بسبب عدم تطابق واقع المؤسسات ونتائجها في البورصة.

ولا يختلف الأمر بالنسبة للبورصة الجزائرية، فعلى الرغم من أن الشركات المدرجة حققت نتائج إيجابية، باستثناء الرياض سطيف حيث كانت النتيجة الصافية لسنة 2002 بالسالب، إلا أن انعكاس هذا الأداء الجيد لم يكن متطابقًا مع أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة والذي

---

[1] **World federation Of Stock Exchanges**, Op. Cit., p.82

[2] **CDVM**, Op. Cit., p.14

[3] **مجلس الأسواق المالية**، المرجع السابق، ص. 59

كانت في انهياراتها متتالية منذ افتتاح بورصة الجزائر. فعلى سبيل المثال، كانت تسعيرة أسهم صيدال مع انطلاق التداول في بورصة 825 د.ج، لينخفض سعرها إلى 490 د.ج سنة 2002.[1]

5. مؤشرات البورصة.

تم في إطار وضع أدوات لتحديد أداء البورصة المغربية تطوير تشكيلة متجانسة من مؤشرات الرسملة تتمثل في المؤشر الإجمالي للأسهم المغربية MASI، ومؤشر الأسهم الأكثر تداولاً في المغرب MADEX الذي انطلاق العمل به سنة 2002.[2] وقبل وضع هذين المؤشرين كان يتم الاعتماد على المؤشر العام للبورصة IGB. ويشمل مؤشر MASI على جميع الأسهم المدرجة في بورصة الدار البيضاء مما يسمح بتتبع تطور جميع القيم المدرجة، أما طريقة حسابه فتعتمد على ترجيح الرساميل. أما مؤشر MADEX فيتشكل من القيم الأكثر نشاطًا من حيث سيولة التداول في السداسي الذي يسبق اعتماد هذا المؤشر، ويحسب بدوره وفق ترجيح الرساميل، ويشكل هذا المؤشر أساس تسيير الحافظة في السوق المالي المغربي.

أما بورصة تونس فتعتمد على مؤشرين هما مؤشر القيم المنقولة التونسية BVMT ومؤشر TUNINDEX ويعتبر هذان المؤشران عبارة عن مؤشرات للربحية بما أنهما يأخذان بعين الاعتبار التغيرات في الأسعار وتعديلهما وفق التوزيعات عن كل سهم خلال السنة. وقد انطلاق استخدام مؤشر BVMT في 30 سبتمبر 1990 ويتم حسابه على أساس المتوسط الحسابي لأسعار. وقد تم تعديل أساس هذا المؤشر في أبريل 1998 ليصبح أساس حساب هذا المؤشر في 31 مارس 1998 وهو مؤشر مفتوح على جميع القيم المدرجة باستثناء أسهم شركات الاستثمار. أما المؤشر الثاني TUNINDEX فتم استخدامه لأول مرة في الفاتح أبريل 1998 بأساس 1000 نقطة، وهو مؤشر يعتمد على المتوسط المرجح للأسعار برسملة مناسبة لكل قيمة مدرجة في المؤشر.[3]

وبالإضافة إلى المؤشرات السابقة في بورصتي تونس والدار البيضاء، تملك البورصتين نصيب من المؤشر العام لصندوق النقد العربي من خلال إدراج قيم 34 شركة تونسية تمثل 87.75 % من إجمالي القيمة السوقية في بورصة تونس، و32 شركة مغربية تمثل 89.98 % من إجمالي القيمة السوقية لبورصة الدار البيضاء حسب بيانات سنة 2002.[4]

وغني عن البيان سبب عدم وجود مؤشر لبورصة الجزائر، حيث يفترض أن يعكس المؤشر أداء البورصة ونظرًا لتميز أداء البورصة الجزائرية بالركود فمن الصعب بناء هذا المؤشر. وعلى

[1] **COSOB**, Op. Cit.

[2] **بورصة الدار البيضاء**، "إنجازات 2002"، المرجع السابق، ص.21.

[3] **مجلس الأسواق المالية**، المرجع السابق، ص.60.

[4] **صندوق النقد العربي**، النشرة الفصلية، المرجع السابق، ص.37.

الرغم من ذلك تقوم مؤسسة ليكيد أفريكا LiquidAfrica بنشر مؤشرات أداء البورصات الإفريقية بما في ذلك بورصة الجزائر حيث يتم الاعتماد على المؤشر المركب.[1]

وكخلاصة لدراسة الأسواق الثانوية هو أنها لم تكن بأفضل حال عن أسواق الإصدار، حيث اتسم أداء البورصات الثلاثة بالتفاوت في مختلف المؤشرات خلال فترة الدراسة، فحجم السوق تميز بالنمو البطيء في بورصة تونس والدار البيضاء، فيما كان الركود ميزة بورصة الجزائر فبعد خمس سنوات من بداية نشاطها لم يتعد عدد الشركات المدرجة بها الأربع شركات، وانعكس هذا العدد الضئيل من الشركات في البورصة الجزائرية على مؤشر السيولة والذي سجل مستويات متدنية. وبالمقابل سجل التداول في البورصة التونسية والمغربية انخفاضات متتالية فيما حققت معدلات الدوران نسب مقبولة جعلت من البورصتين في مستوى مقبول من حيث مؤشر السيولة. واشتركت البورصات الثلاثة في عدم التوافق بين أداء المؤسسات في الاقتصاد الحقيقي وأسعارها في البورصة وهو ما يتناقض مع الأدبيات الاقتصادية، مما يؤشر إلى عدم كفاءة تلك الأسواق على عكس المعلومات المختلفة حول الشركات المدرجة في أسعارها المعلنة. إن النتائج المتوصل إليها في المبحثين السابقين تستدعي القيام بالعديد من الإجراءات التي من شأنها أن تعدل الأوضاع والمبحث الموالي يقدم بعض الاقتراحات لتحقيق هذا التعديل.

المبحث الثالث: اقتراحات لتطوير الأسواق المالية في الجزائر المغرب وتونس.

إن التوجه الذي اتبعته دول الدراسة، من خلال الاعتماد على اقتصاد السوق، يجعل من الأسواق المالية آلية ضرورية لتحقيق هذا التغيير، ويتطلب حشد المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات المختلفة توفير الظروف الملائمة لتحقيق هذه الغاية. وإذا كانت بوادر هذا التغيير قد وجدت في المغرب وتونس الأرضية المناسبة بالرغم من البطء الذي يميزها، فإن الجزائر لازالت أمامها العديد من المعيقات أولها تجاوز عقبة نشر ثقافة البورصة في الفرد الجزائري. من هذا المنطلق سيتم من خلال هذا المبحث تقديم المقترحات لتطوير الأسواق المالية بالتركيز على الجزائر.

I – توفير المعلومات.

يكتسي توفير المعلومات في السوق المالي أهمية قصوى في تحديد مسار تدفق رؤوس الأموال بين المصدرين والمستثمرين وبالتالي التأثير على نمو الاستثمارات الحقيقية من جهة، وتطور الأسعار في البورصة من جهة أخرى، ولتحقيق الشفافية المطلوبة بين المتعاملين في السوق المالي يجب الاهتمام بالنقاط الآتية:

[1] تتمثل مهمة Liquidafrica في تسهيل تحقيق فرص استثمارية في إفريقيا عبر استخدام الانترنيت، حيث تقوم بنشر جميع المعلومات حول البلدان المعنية عبر موقعها على الانترنيت: www.liquidafrica.com

- إنشاء هيئات متخصصة في نشر المعلومات حول الشركات المتداولة في البورصة، بحيث تقوم هذه الأخيرة بتقديم هذه المعلومات بشكل دوري (يوميًا، شهريًا، وسنويًا)، على أن يتم تغريم أو إيقاف الشركات التي ترفض توفير المعلومات أو تقديمها بشكل مضلل. بالمقابل، تستفيد تلك الشركات من امتيازات ضريبية نتيجة شفافيتها المحتملة.
- التزام الجهات الحكومية التي ترتبط بالسوق المالي من وزارات وبنوك مركزية بنشر جميع المعلومات حول مؤشرات الاقتصاد العالمي والمحلي، وتشجيع البحوث والدراسات التي تهدف إلى توقع الأداء الاقتصادي المستقبلي دوليًا ومحليًا.
- قيام الهيئات المنظمة والمسيرة للأسواق المالية بنشر مختلف تطورات السوق بشكل يومي، وتقديم التحليلات المختلفة لأداء السوق، بالإضافة إلى توفير تقارير سنوية وإتاحتها لطالبيها عبر مواقع هذه الهيئات على الانترنيت.
- نشر جميع المعلومات المتعلقة بأداء البورصة وتوقعاتها وتحليل القطاعات التي تنتمي إليها الشركات المدرجة في صحف متخصصة، وأهم تلك المعلومات في الصحف اليومية، فضلاً عن تخصيص حيز من برامج التلفزيون للأسواق المالية يقوم بتنشيطها رجال اقتصاد متخصصون، فمن غير المعقول مثلاً أن تلفزيون بحجم التلفزة الجزائرية تفتقر إلى نشرة اقتصادية.
- إنشاء مراكز تكوين متخصصة في مجال البورصة تهتم بتعليم الطلبة طرق التحليل الأساسي والفني وكل ما يتعلق بالبورصة.

II – ترقية عرض الأدوات المالية.

على الرغم من الجهود المبذولة من طرف الأسواق المالية المغاربية لترقية العرض من الأوراق المالية من خلال التنوع المتاح عبر التشريعات إلا أنها لم ترق إلى المستوى المأمول. ولترقية هذا الجانب يقترح:

- تنويع أدوات الاستثمار خاصة فيما يتعلق بأوراق الملكية من خلال تشجيع الإصدار والتعامل بالأسهم الممتازة لتحقيق ضمانات أكبر للمستثمرين.
- الاستمرار في ترقية الإصدارات الخاصة من أوراق الدين في بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس، وتوفير هذه الفرصة للشركات الخاصة الجزائرية.
- توسيع إدراج الشركات عبر تسهيل معايير القبول في السوق الأولي من خلال القضاء على الإجراءات البيروقراطية وتوسيع نطاق الإدراج في البورصة للشركات الخاصة

المؤهلة لهذه العملية. ووضع قوائم للشركات القابلة للخصخصة مع تقييم مطابق إلى أقصى درجة للواقع.

- تحقيق الاندماج بين الشركات التي تنتمي إلى نفس القطاع، مع فتح رأس مال بعض الشركات أمام الشركات الأجنبية التي تمتلك خبرات واسعة في القطاعات التي تنتمي إليها.
- إنشاء أسواق ثانوية تسمح بإدراج القيم غير المقبولة للإدراج في السوق الأولي، فحتى إن كانت تونس سباقة في هذا الميدان، إلا أن ركود بورصة الجزائر يتطلب فتح هذا النوع من الأسواق بحيث تكون معايير قبول الشركات بها أقل تشددًا خاصة فيما يتعلق بالشركات الخاصة.

III – تطوير الشركات العاملة في البورصة.

تعتبر شركات السمسرة وصناديق الاستثمار الركيزة الأساسية في تطوير جانب الطلب في السوق المالية، فهي تساهم في تحقيق التوازن في السوق، إلى جانب تحقيق ترقية السيولة في البورصة. غير أن واقع بورصات المغرب، الجزائر وتونس يعكس الدور المحدود لهذه الهيئات مما يستدعي إتباع الإجراءات التالية لتجاوز هذا القصور:

- فتح المجال لخصخصة البورصة من خلال إعطاء شركات السمسرة دورًا بارزًا في البورصة. كما يستوجب تخفيض تكاليف الوساطة مما يجعل عمليات البورصة أكثر كفاءة لما يتيحه هذا التخفيض من تحقيق السيولة.
- قيام شركات السمسرة بفتح فروع لها في المناطق المختلفة لبلدانها لتسهيل عملية انتقال الأوامر من المستثمرين، واستغلال قربها من المستثمرين المحتملين لنشر الوعي الادخاري وثقافة البورصة.
- تطوير الشركات الاستثمارية من خلال زيادة عروضها للمدخرين الصغار للتوظيف الجماعي، مع التزامها بنشر المعلومات وإصدار التقارير الدورية حول السوق.
- إنشاء شركات متخصصة في عمليات تقييم الاستثمار المالي، بحيث تقوم بتحليل الأوراق المالية، ومساعدة البنوك التجارية في مرحلة أولي في تسويق الإصدارات الجديدة قبل التخصص الكلي في هذا المجال بأن تصبح بنوك استثمارية.

IV – ترقية التعاون الإقليمي والدولي.

إن التكامل بين الأسواق أصبحت ضرورة حتمية لجميع الدول، وبالرغم من ضرورة إنجاز التكامل المغاربي في أسواق السلع والعمالة قبل البدء في تحقيق التكامل في أسواق المال وتوحيد البورصات، وعلى الرغم من ضعف العلاقات الاقتصادية البينية بين الدول الثلاثة، إلا أن البورصة العربية الموحدة والتي تشكل بورصتي الدار البيضاء وتونس أحد أقطابها تعتبر تجربة مفيدة للبلدين. حيث تمت الاستفادة من خبرات صندوق النقد العربي من خلال التقنيات المرتبطة بطرق التداول والتسوية، وعلى الجزائر أن تسعى إلى الاندماج في هذه السوق بتهيئة الظروف المناسبة لتنشيط البورصة. كما يجب الاستفادة من خبرات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار من خلال إتباع خطوات هذه الهيئة لترقية الاستثمار الحقيقي والمالي على حد سواء.

وعلى المستوى الدولي، فالمطلوب من دول الدراسة الاحتكاك بالاتحاد الدولي لبورصات القيم المنقولة للاستفادة من طرق استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وترقية الاستثمار المحلي من خلال إتباع التدابير الضرورية لتنشيط سيولة السوق. ومن الجانب التنظيمي، على دول الدراسة اعتماد معايير الهيئة الدولية لأسواق رأس المال التي من شأنها أن تساهم في التكامل بين البورصات العالمية.

وفي هذا الإطار بإمكان بورصة الجزائر الاستفادة من البورصات المتقدمة كأن يتم وضع مؤشر لأداء البورصة يتم بناءه بما يتلاءم مع وضع السوق الحالي، وتعتبر تجربة بورصة القاهرة والإسكندرية في هذا المجال مثال يمكن أن يقتدى به.

خاتمة الفصل الرابع

ما يمكن الخروج به من خلال الدراسة التي تمت في هذا الفصل هو أنه بالرغم من الأداء الضعيف للأسواق المالية لدول الدراسة سواء على مستوى سوق الإصدار أو السوق الثانوي، إلا أن هناك بوادر قد تساعد تلك الدول على النهوض بأسواقها المالية إلى مستويات تسمح لها بدعم اقتصادياتها الوطنية.

فإقبال هذه الدول على عمليات الخصخصة يجعل من الأسواق المالية قناة ضرورية لتحقيق تلك العمليات، كما أن التحرير الاقتصادي والمنافسة الدولية تلزم هذه الدول بتطوير أسواقها مواكبة لتطورات الاقتصاد العالمي. وبما أن دول الدراسة تعاني من ازدياد نشاط اقتصاد الظل نتيجة الضرائب المرتفعة في بعض القطاعات والإجراءات البيروقراطية التي طبعت ولازالت تميز القطاع المالي فإن ازدهار السوق المالي من شأنه أن يخفف من هذه الظاهرة من خلال استقطاب تلك الفوائض غير المتحكمة فيها عن طريق التوظيف في البورصات خاصة إذا قدمت هذه الأخيرة الضمانات لأصحاب رؤوس المال.

ويعتبر الجانب الإعلامي حول الأسواق المالية، خاصة في الجزائر، العقبة الرئيسية لتحقيق التطور المنشود في الأسواق المحلية، ويستوجب على سلطات هذه الدول أن تعمل على ترقية هذا الجانب بشكل يجعل من المستثمر الصغير يدرك مدى أهمية الاستثمار المالي وما هي العوائد والمخاطر المرتبطة بهذا النوع من الاستثمارات.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة.

تقوم الأسواق المالية، والبورصات على وجه الخصوص، بدور بارز في الاقتصاد العالمي، فهي مصدر لتمويل استثمارات المصدرين ومنفذ للمستثمرين لتوظيف رؤوس أموالهم. وزاد من أهمية البورصات الوظائف التي تقدمها في الاقتصاد، حيث تعمل على تنشيط السيولة وتعبئة المدخرات فضلاً عن التخصيص الأمثل للموارد في القطاعات المنتجة.

وأدى التطور التكنولوجي السريع إلى التأثير على الأسواق المالية من خلال التغيير الذي مس طرق التداول وأنواع المنتجات المتداولة في السوق بما يكفل التقليل من تكاليف المعاملات والسرعة والدقة في التنفيذ. وتعتبر درجة كفاءة البورصات معيارًا لقدرتها على تأدية وظائفها، ولن تتحقق هذه الكفاءة إلا إذا قامت البورصة بعكس المعلومات الوافدة إليها وتوقعات خبرائها في أسعار التداول اليومية. ولتحديد درجة كفاءة البورصة يتم الاعتماد على مؤشرات تخص بالدرجة الأولى مدى سيولة السوق وحجمه بالإضافة إلى درجة التكامل مع الأسواق الدولية ومستوى الهيكل التنظيمي والتشريعي للسوق المالي.

وحتى يقوم المستثمر بعملية الاستثمار في الأوراق المالية من الضروري بالنسبة إليه الإلمام بجميع المعلومات التي تخص الأوراق المالية التي يسعى إلى اقتنائها سواء كانت تلك المعلومات على المستوى المحلي من خلال دراسة الشركة المصدرة للأوراق المالية والقطاع الذي تنتمي إليه أو من خلال التحولات الدولية، حيث أدى الترابط والتكامل بين الأسواق المالية إلى ارتفاع تأثير الأسواق على بعضها البعض.

وفي خضم هذه التحولات وجدت الجزائر، المغرب وتونس نفسها أمام خيار واحد هو فتح أسواقها المحلية وتحرير اقتصادياتها لمواكبة متطلبات ظاهرة العولمة. حيث سعت إلى تحرير تجارة السلع والخدمات، وإصلاح القطاع المالي الذي يشكل تحديث الأسواق المالية فيه حجرة الأساس لبلوغ الإصلاحات المنشودة.

وقد شهد عقد التسعينيات من القرن العشرين ثورة قانونية في القطاع المالي الهدف منها إعطاء الأسواق المالية في الجزائر، المغرب وتونس دفعة جديدة نحو تحقيق التنمية المنشودة، حيث تم في هذا الإطار إنشاء بورصة القيم المنقولة في الجزائر، ودعم البورصات القائمة في المغرب وتونس.

ويمكن إبراز النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة حول الأسواق المالية في الجزائر، المغرب وتونس على النحو الآتي:

- على مستوى سوق الإصدارات، يعتبر دورها محدوداً بسبب هيمنة القطـاع المصـرفي والدعم الحكومي للشركات العمومية خاصة في الجزائر، على التمويل في هذه البلدان.
- على مستوى الأسواق الثانوية، تميز البلدان الثلاثـة بصـغر حجمهـا، تـدني رسـملة البورصات وحركة تداول الأوراق المالية في ظل غياب الأدوات المالية المستحدثة.
- انخفاض الطلب في بورصات دول الدراسة لقلة ثقافة الادخار من جهة، ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في السوق المالي.
- بالرغم من المراسيم التشريعية والتنظيمية التي قامت بها دول الدراسة إلى حـد الآن، إلا أنه لم يتم التفكير في القيام بتكامل بين البورصات الثلاثة، أو على الأقل بـين بورصـتي الدار البيضاء وتونس بسبب حداثة بورصة الجزائر وبؤس أدائها.
- عدم انعكاس إصلاح الأسواق المالية على خصخصة الشركات العموميـة خاصـة فـي الجزائر، في الوقت الذي كان يفترض أن تقوم البورصة بتدعيم هذا المسار.
- النقص الكبير الذي تعاني منه بورصات دول الدراسة في مجال نشر المعلومـات حـول الأسواق المالية، مما ساهم في نفور المستثمرين من اللجوء إلى هذا النوع من التوظيفات.

وبالرغم من النتائج المخيبة التي تم التوصل إليها، إلا أن بوادر الأمل بـدأت تلـوح لتنشـيط الأسواق المالية وبالتالي تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى استثمارات منتجة، فالدول الثلاثـة تسـجل زيادات متتالية في معدلات مساهمة القطاع الخاص في اقتصادياتها، كما أن العوامل السياسية، حتى إن تفاوتت بين هذه الدول، تتجه إلى تشجيع هذا القطاع. وحتى يتحول هذا الأمل إلى حقيقة يجب أن تتوفر الشروط الآتية:

- خلق بيئة اقتصادية، سياسية، اجتماعية وثقافية لحشد المدخرات.
- تطوير القطاع المالي ككل لمواكبة التطورات الدولية.
- دعم الإصلاحات التشريعية والتنظيمية، وجعلها أكثر جاذبية للمسـتثمرين كـأن تقـدم حـوافز للمقدمين على التعامل في السوق المالي.
- ترقية الإفصاح والشفافية بتطوير المعايير المحاسبية ومعاقبة الشركات عن تقصيرها فـي هـذا الجانب.
- توسيع استخدام شبكة الانترنيت من خلال تنشيط مواقع الهيئات المنظمة والمسيرة للسوق المالي بما يضمن وصول المعلومات في الوقت المناسب للمتعاملين في السوق، عبر نشر تقارير دورية

تخص نشاط السوق، وتوفير دراسات حول التوقعات المستقبلية محليًا ودوليًا في المجال الاقتصادي والمالي.

- توسيع التعاون بين بورصات المغرب العربي فيما بينها، والعمل على الاستفادة من الهيئات الإقليمية والدولية فيما يتعلق بالدعم الفني والمادي.
- فتح البورصات المغاربية للتوظيفات البينية، من خلال تسهيل تداول القيم بين الدول الثلاثة، ولم لا إنشاء بورصة موحدة متضمنة لأهم شركات اقتصادياتها وموزعة على قطاعات متنوعة.
- الانفتاح المرحلي والمدروس على رؤوس الأموال الأجنبية لتفادي الأموال الساخنة أو المضاربة البحتة، ولتفادي تسرب رؤوس الأموال المحلية.
- التعجيل بعمليات خصخصة المؤسسات العمومية التي تشكل عبئًا ثقيلاً على حكومات الدول المغاربية، وخاصة الجزائر، وجعل الفرد المغاربي مساهمًا فعالاً في الاقتصاد.
- إن وجود بورصات في هذه الدول تكون على قدر عال من الكفاءة من شأنه أن يساهم في امتصاص الأموال المتداولة خارج الإطار الرسمي أو ما يعرف باقتصاد الظل.

ويمكن في الأخير طرح جملة من التساؤلات قد تكون نقطة بداية لبحوث مستقبلية منها:

هل تغير النشاط الأساسي للبنوك مؤشر على بداية اعتماد الدول على التمويل عن طريق البورصات والتخلي على التمويل البنكي أم أن هذا التحول ليس إلا تكاملا بين الطريقتين؟ وهل يمكن تحقيق بورصة عربية موحدة ترقى إلى تطلعات الشعب العربي بعد فشل التكامل بين الدول العربية فيما يتعلق بحركة رؤوس الأموال والسلع وحتى الخدمات؟ هل تغطي مزايا التحرير المالي المخاطر الملازمة له كالأزمات التي عاشتها الدول الآسيوية؟ لماذا هذا الفشل الذي يلاحق أغلب الدول العربية في الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة؟

أتمنى في الأخير أن يحظى مجال الأسواق المالية باهتمام أكبر من قبل الباحثين والطلبة لأننا لو ندرك لماذا يهتز العالم لتغير مؤشر بورصة عالمية بنقطة واحدة لأدركنا ما أهمية هذه الأسواق في حياتنا.

ببليوغرافيا

الببليوغرافيا

باللغة العربية.

الكتب.

1) بوراس، أحمد. **أسواق رؤوس الأموال**. قسنطينة: مطبوعات جامعة منتوري. 2002-2003.

2) الدسـوقي، إيهـاب. **اقتصاديات كفاءة البورصة**. القاهرة: دار النهضة العربية. 2000.

3) هنـدي، منير إبراهيـم. **أساسيـات الاستثمـار في الأوراق الماليـة.** الإسكندريـة: منشأة المعـارف. 1999.

4) --------------. **الأوراق المالية وأسواق رأس المال.** الإسكندرية: منشأة المعارف. 1999.

5) --------------. **سلسلة الفكر الحديث في مجال الإدارة المالية (1): الفكر الحديث في مجال الاستثمار.** الإسكندرية: منشأة المعارف. 1999.

6) الحناوي، محمد صالح. **تحليل وتقييم الأسهم السندات: مدخل للهندسة المالية**. الإسكندرية: الدار الجامعية. 1998.

7) الحناوي، محمد صالح. عبد الفتاح عبد السلام، السيدة. **المؤسسات المالية: البورصة والبنوك التجارية**. الإسكندرية: الدار الجامعية. 2000.

8) الحناوي، محمد صالح. سلطان، إبراهيم. العبد، جلال. **تحليل وتقييم الأوراق المالية.** الإسكندرية. الدار الجامعية. 2002.

9) حنفـي، عبد الغفار. **أساسيات التمويل والإدارة الماليــة.** الإسكندرية: الدار الجامعية. 2001.

10) حنفـي، عبد الغفار. قرياقص، رسمية. **أساسيات الاستثمار والتمويل**. الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة. 2000

11) ----------------------. **الأسواق والمؤسسات المالية: البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار**. الإسكندرية: مركز الإسكندرية للكتاب. 1999.

12) ----------------------. **أسواق رأس المال: بنوك تجارية، أسواق رأس الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات استثمار**. الإسكندرية: الدار الجامعية. 2000.

13) عبد السلام محمد، طارق محمود. **صناديق التمويل العربية: الأداء والطموحات**. جامعة حلوان: كلية الحقوق، 2000.

14) عطون، مروان **الأسواق النقدية والمالية. البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال.** الجزء الأول. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية. 1986.

15) فيـاض، عطيـة. **سـوق الأوراق الماليـة في ميـزان الفقـه الإسلامـي.** القاهرة: دار النشر للجامعات. 1998.

16) صبح، محمود. **التحليـل المالي والاقتصـادي للأسـواق الماليـة**. الطبعـة الثالثـة. عين شمس. عالم الكتب. 2000.

17) الخضيري، محسن أحمد. **كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة.** الطبعة الثانية. القاهرة: إيتراك للنشر والتوزيع. 1999.

18) الشمري، ناظم طاهر. البياتي، فاضل. صيام، أحمد زكرياء. **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**. عمان: دار وائل. 1999.

19) الشهاب، مجدي محمود، **اقتصاديـات النقود: النظرية والمؤسسات النقديـة**. الإسكندريـة: دار الجامعة الجديدة للنشر. 2000

أبحاث وأوراق عمل.

1) الوظائفي مازن نجيب محمد. "دور التشريعات في تطوير أسواق الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار". ورقة عمل مقدمة خلال مؤتمر الاستثمار في إقليم الشمال في وآفاق تطـويره. عمـان: 4-5 مـايو 1998.

2) زكي، فوزي. "المخاطـر الناجمـة عن عولمة الأسواق المالية". **مجلة دراسـات اقتصـادية.** الجزائـر: دار الخلدونية. العـدد الثانـي. 2000.

3) المناعي، جاسم. "قوانين منظمة التجارة العالمية في مجال الخدمات المالية وتأثيراتها المحتملة على القطاع المصرفي الخليجي". **صندوق النقد العربي.** ورقة مقدمة في إطار المؤتمر المصرفي الرابع لدول مجلس التعاون الخليجي حول العمل المصرفي الخليجي في ظل المنافسة والأسواق المالية العالمية المتغيرة. (الدوحة: 24-25 أكتوبر1998). متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع:
http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/DG%20OFFICE/WTO%20RULES_DOHA1998.pdf

4) المنذري، سليمان. "الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أنشطة أسواق المال والبورصات العربية". **الجمعية العامة للبحوث الاقتصادية.** في إطار المؤتمر العلمي السادس حول الاستثمار الأجنبي واحتياجات التنمية العربية. (بيروت: 28-29 جوان 2002).

5) موسى، مايكل. " تحديات العولمة". في "القدرة التنافسية للاقتصاديات العربية في الأسواق العالمية". الفصل الثاني. **صندوق النقد العربي.** أبو ظبـي: سلسلة بحوث ومناقشـات حلقات عمل. العدد الخامس. 5-7 أكتوبر 1999. متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع:

http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/EPI%20DEPT/PUBLICATIONS/competitiveness_/competitiveness_.pdf

6) صالح فلاحي، " نظام النقد الدولي ومعضلة الدول الفقيرة"، **اتحاد الجامعات التطبيقية،** المجلد الأول، العدد الثالث، سبتمبر 1998.

7) خبابة، حسان. "بورصة الجزائر بين النظرية والتطبيق". **مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية.** جامعة باتنــة: جوان 2003.

التقارير.

1) **بنك المغرب**. التقرير السنوي 2001. متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع:
http://www.bkam.ma/download/Rapport%20annuel/Ar/RA2001A.pdf

2) **-------**. مداخلة للسيد حاكم بنك المغرب أمام النادي الدبلوماسي المغربي، متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع: www.bank-of-maghreb.com.ma

3) **بورصة الدار البيضاء**. "إنجازات 2002". الموقع على شبكة الانترنيت:
http://www.casablanca-bourse.com/sum2002_arabe/pdf

4) **-------------**. " دليل الاستثمار في البورصة". الموقع على شبكة الانترنيت:
http://www.casablanca-bourse.com/guide_arabe/pdf

5) **مجلس السوق المالي التونسي**. التقرير السنوي 2002. متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع:
http://www.cmf.org.tn/rap01CMF_arab.pdf

6) **مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية والتجارة. UNECTAD**. تقرير الاستثمار العالمي 2002. "الشركات عبر الوطنية والقدرة التنافسية التصديرية: استعراض عام". جنيف. سبتمبر 2002. متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع:
http://www.unctad.org/Templates/Download.asp?docid=2574&lang=2&intItemID=2477

7) **المؤسسة العربية لضمان الاستثمار iaigc،** مناخ الاستثمار في الدول العربية 2001، الكويت: أبريل 2002، متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع:
http://www.iaigc.org/Publications/Climate_Report/2001/climate2001.pdf

8) **صندوق النقد العربي**. مساهمة صندوق النقد العربي في تطوير الأسواق المالية العربية. جوان 2003. متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع:
http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/EPI%20DEPT/PUBLICATIONS/Econnomic/Arab%20Capital%20Market-Arb.pdf

9) **صندوق النقد العربي**. التقرير السنوي 2002. أبو ظبي. أبريل 2003. متوفر عبر شبكة الانترنيت على الموقع:
http://www.amf.org.ae/vArabic/storage/other/ECONOMIC%20DEPT/ANNUAL%20REPORT/Annual-Arb-Rprt-2002.pdf

10) ------------. "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية". الربع الرابع. العدد 32. 2002.

11) ------------. التقرير الاقتصادي العربي الموحد 2001.

مواقع ذات صلة:

1) **مجلس القيم المنقولة المغربي** (CDVM).

http://www.cdvm.gov.ma/

2) **هيئة الأسواق المالية التونسية** (CMF).

http://www.cmf.org.tn

3) **لجنة تنظيم ورقابة عمليات البورصة** (COSOB).

http://www.cosob.com.dz

4) **بورصة تونس للقيم المنقولة** (BVMT).

http://www.bvmt.com.tn

النصوص القانونية والتشريعية

1) **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية.** العدد 34. 1993.

2) **الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية،** العدد 11، 19 فبراير 2003.

موقع الجريدة الرسمية على شبكة الانترنيت: www.joradp.org/

المراجع باللغة الأجنبية.

Books.

1) BELLETANTE, Bernard. **Dictionnaire de la Bourse et des Marchés**. Paris : Hatier. 1996.

2) BRILMAN, Jean. MAIRE, Claude. **Manuel d'Evaluation des Entreprises.** Paris : Les Editions d'Organisation. 1990.

3) DEFOSSE, Gaston. BALLEY, Pierre. **La bourse des valeurs.** Alger: Edition BOUCHENE. 1993.

4) GALESNE, Alain. **Le Financement de l'Entreprise** (I),RENNES: Editions du Cerefia.1996/1999.

5) KEIM, Donald B. "Stock Market Regularities : a Synthesis of Evidence and Explanations". In DIMSON, Elroy. **Stock Market Anomalies**. Cambridge : Cambridge University Press. 1988.

6) JACQUILLA, Bernard. SOLNIK, Bruno. **Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques.** Paris : Dunod. 1997.

7) **Investir.** Le Guide des Placements. Paris: MAXIMA. 2001.

8) LINDERT, Peter H. KINDLEBERGER, Charles P. **Economie Internationale.** 7ème Edition. Paris: ECONOMICA. 1983.

9) RANSAY, Gérard. **La Bourse sur Internet: Le guide du cyber-investissement.** Paris: Editions de Verneuil. 2000.

Documents & Working Papers.

1) ABDEL AAL, Wanis Fraag. "The Role of the Financial Institution in Promoting Capital Flows and Investment". **Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies.** Vol. XXIV. N°. 94-1999. Kuwait: Academic Publication Council-Kuwait University.(1999).

2) Al-Batel, Abdullah H. "Macroeconomic Determinants of Stock Prices in Saudi Arabia". **Journal of the Gulf and Arabian Peninsula Studies.** Vol. XXIV. N°. 94-1999. Kuwait: Academic Publication Council-Kuwait University. (1999).

3) Bolbol, Ali A. Omran, Mohammed M. "Arab Stock Markets and Capital Investment". **AMF**. Economic Papers. Number 8. Abu Dhabi. (February 2004).

4) Bisat, Amer. El-Erian, Mohamed A. and Helbling, Tomas. "Growth, Investment, and Saving in the Arab Economies". **IMF.** Working Paper WP/97/85. (1997). Web Site: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp9785.pdf

5) DEMIRGUC-KUNT, Asli .LEVINE, Ross. "Stock Market Development and Financial Intermediaries. **World Bank**. W.P.N°.1462. Washington. (1995).

6) --. "Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview". **World Bank**, Washington D.C. Working Paper WPS 678-37. (1996).

7) El Serafie, Hebalah. Abdel Shahid, Shahira F. "World Stock Exchanges are integrating/consolidating/merging: what could be done by Arab Exchanges?". **Cairo & Alexandria Stock Exchanges** Published Working Paper Series No. 2, (2002). Web Site :

http://www.egyptse.com/download/research_papers/world%20stock%20exchanges.pdf

8) Gbadamassi, Falila ."Sursis pour la Bourse d'Alger ? Huit entreprises publiques bientôt côtées". **Afrik.com.** 9/07/2003. Web Page :

http://www.afrik.com/article6342.html

9) GLEN, Jack. "International Comparison of Stock Trading Practices". **World Bank.** Washington D.C. Working Papers unpublished. February. (1995).

10) LEVINE, Ross. "spur of stock market". **Finance & Development.** Mars. (1996).

11) ------------------. "Stock Markets, Economic Development, and Capital Control Liberalization". **INVESTMENT COMPANY INSTITUTE, Perspective.** Vol. 3 / No. 5. Washington. (December 1997).

12) LEVINE, Ross. ZERVOS, Sara. "Stock market Development and Long-Run Growth". **World Bank**. Working Paper. N°.1582. Washington. (1996).

13) --. "Capital Control Liberalization & Stock Market Development". **World Bank.** Working Paper. N°.1622. Washington. (1996).

14) --. "Stock markets, Banks, & Economic Growth". **World Bank.** Working Paper. Washington. (1995).

15) LEAHY, Michael. and all. “Contribution of financial system to growth in OECD countries”. **OECD.** Working Papers n°:280. (2001). Web site : http://ideas.repec.org/p/oed/oecdec/280.html

16) MASLARSKI, Georges. "Application d’indicateurs techniques sur les marchés de futures"**.** Mémoire soutenu en vue d’obtention du DESS Banques & Finances. **UNIVERSITE RENE DESCARTES (PARIS V)** FACULTE DE DROIT DESS BANQUES & FINANCES. Année Universitaire 1998/1999.

17) NABIL, Mohab. “ Projected Fibonacci Targets”. **Technical analysis of Stock & commodities magazine.** California. volume 20. (May 2002).Web Site: http://store.traders.com/v20546projfi.html

18) Sylla, Richard. "The Rise of Securities Markets What Can Government Do?". **world bank.** Policy Research. Working Paper N°1539 . (1995).

19) Vakkur**,** Mark. “Moving Average Convergence/Divergence”. **Technical analysis of Stock & commodity magazine.** California, volume 15. (April 2002). Web Site: http://store.traders.com/v15446macd.html

Reports & Studies.

1) **Bourse de Casablanca.** Rapport d’activité 2002. Web Site : http://www.casablaca-bourse.

2) **Bank International of Settlement(BIS)**. 72nd Annual Report. Washington. 2001.

3) **Conseil National Economique et Social**. **(CNES).** "Rapport Sur la Conjoncture du Second Semestre 1999". Web Site : http://www.cnes.dz/cnesdoc/conjoncture/sem299.htm

4) **CNUCED.** "La croissance des marchés financiers nationaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les investissements étrangers de portefeuille". Réunion d'experts sur la croissance des marchés financiers nationaux, en particulier dans les pays en développement, et ses liens avec les investissements étrangers de portefeuille. Genève : 27-29 mai 1998.Web Site: www.unectad.org/gds/dfsb/5td/b/com.2/em.4/2

5) **International Crisis Group**. **(ICG).** "L'économie algérienne: le cercle vicieux du pétrole et de la violence". Rapport d'Afrique N° 36. Bruxelles : 26 octobre 2001. Web Site :

http://www.crisisweb.org/home/getfile.cfm?id=147&type=pdf

6) **International Monetary Fund (IMF).** Annual Report 2001. "Globalization of Finance and Financial Risks". Annex V. Washington. Web Site : www.imf.org.annual/report2001/file11/publication/pdf

7) **International Organization of Securities Commissions (IOSCO)**. Annual Report 2001. Web Site: http://www.iosco.org/annual_report2001/.

8) **MINEFI – DREE/TRÉSOR**, "Mission Économique, Situation économique et financière de l'Algérie", Web Site :

http://www.dree.org/algerie/documents.asp?Rub=1&F=PDF&Num=55024

9) **MINISTRE DE FINANCE**. (Algérie). "Situation Economique et Financière de L'Algérie en 1997". Web Site : http://membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a197.htm

10) **PricewaterhouseCoopers**, "Investir en Algérie", Paris: 2002, P. 59. Web Site: http://www.chambrealgerosuisse.com/guide_investi/Investir%20en%20Algérie.pdf

11) **Société Financière Internationale (SFI).** "Investir dans un secteur privé viable", Rapport annuel 2002, Web Site : www.ifc.org/ar2002

12) **--.** "ÉCHAPPER À LA PAUVRETÉ Le rôle de l'entreprise privée dans les pays en développement". Washington, D.C. 2000

13) **United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD)**. "Comprehensive Study of the Interrelationship between Foreign Direct Investment (FDI) and Foreign Portfolio Investment (FPI)". Geneva: 23 June 1999, P. 9. Web Site: http://r0.unctad.org/en/docs/pogdsdfsbd5.pdf

14) **United Nations Economic Commission for Africa (UNRECA)**, "Présentation de la Bourse d'Alger", in African Capital Markets Development Program, Web Site :

http:www.UNECA.org/ECA_ressources_major_Eca_websites/CMD/WorkShop/northafrican/presentation/Bourse%20Algiers%20pres.ppt.

15) **World Bank**. "World Development Indicators 2001". available through world bank's Internet Web site at: http://www.worldbank.org/data/wdi2001/statesmkts.htm

16) World Federation of Exchanges. Annual report 2001. Paris: March 2002. available through W.F.E's Internet Web site at: http://www.fibv.com/WFE/showdoc.asp?document_id=1120&document=..%2Fpublications%2FAnnual+Report+2001+%28part+1%29%2Epdf

17) --. "2002 IOMA Annual Survey". Paris. March 2003. Web Site: http://www.fibv.com/WFE/showdoc.asp?document_id=1699&document=..%2Fpublications%2F2002+IOMA+Market+Survey%2Epdf

18) --. "Trading survey 2003". Web Site: http://www.worldexchanges.org/WFE/showdoc.asp?document_id=1554&document=..%2Fpublications%2FFinal+Trading+Survey+%2D+March+2003%2Epdf

Site Spécialisé

1) Société abcbourse.com

Société Spécialisé dans l'information financière

Site : www.abcbourse.com

2) Société comprendre la bourse.

Site : www.coprendrebourse.com

3) Attac Moselle.

Association pour une **T**axation des **T**ransactions financières pour l'**A**ide aux **C**itoyens.

Site : http://www.local.attac.org/moselle/documents/marches/marches.pdf

4) Bourse d'Alger, Bulletin Officiel de la Cote AVIS N°01/1999, Web Site : http://membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a1121.htm

5) Bourse d'Alger, Bulletin Officiel de la Cote AVIS N°03/1999, Web Site : http://membres.lycos.fr/mfdgep/fic/a1123.htm

Lois et Textes Réglementaires

1) Loi N° 94-117 du 14 novembre 1994, portant réorganisation du marché financier. Web Page :http://www.cmf.org.tn

ملخص

أصبحت الأسواق المالية تحتل مكانة بارزة في الاقتصاد العالمي المعاصر، وساهمت ظاهرة العولمة في شقها المالي في هذه المكانة. ويتجلى التأثير الذي تمارسه الأسواق المالية بصورة عامة والبورصات بصورة خاصة على النمو الاقتصادي من خلال الدراسات المشار إليها في المذكرة والتي أثبتت العلاقة الإيجابية بين درجة تطور الأسواق المالية وتحقيق معدلات نمو حسنة.

وتشكل البورصات ركيزة الأسواق المالية كونها تحقق السيولة وتنويع المخاطرة، فضلاً عن الإدارة الجيدة للشركات. فهي توفر أدوات استثمارية متنوعة تعتبر الأسهم والسندات أهمها. ويعتمد المستثمر في الأوراق المالية على المعلومـات المتوفرة حول الورقة لاتخاذ قرار الاستثمـار من دونه، وتساهم دراسـة السـوق المالـي من خلال أنواع التحليل المختلفـة في تعزيز قرارات المستثمر.

وتعاني الأسواق المالية في الجزائر، المغرب وتونس من الركود الذي يميزها مما جعل السلطات في تلك الدول تسعى إلى تنشيط بورصاتها من خلال سن المشرع لقوانين بغرض إنعاش القطاع المالي ضمن الإصلاحات الاقتصادية التي انطلقت في أواخر الثمانينيات من القرن العشرين.

وتقدم مؤشرات تطور البورصات لدول الدراسة نتائج مخيبة، فإذا كانت البورصة الجزائرية تجد مبررات هذه النتائج في حداثة الاعتماد على هذه الآلية في تمويل الاقتصاد، وعدم جدية السلطات في مسار الخصخصة، فإن الاعتماد الكبير على القطاع المصرفي يعتبر من الأسباب الرئيسية للنتائج المحققة في بورصة الدار البيضاء وبورصة تونس. وتشترك الدول الثلاثة في ضعف ثقافة الادخار لدى الفرد المغاربي، وعدم وصول المعلومات حول الشركات المدرجة في الوقت المناسب، مما ساهم في نفور المستثمرين من التعامل في البورصات.

ويمكن للبورصات المغاربية أن تؤدي الدور المنوط بها إذا ما تم توفير المناخ الملائم للاستثمار المالي خاصة معايير الشفافية والإفصاح، فضلاً عن التعاون مع الهيئات الإقليمية والدولية المتخصصة في هذا المجال للاستفادة من الدعم المادي والفني. إلى جانب توعية الفرد المغاربي بأهمية الأسواق المالية وتحفيزه على الاستثمار في البورصة مع توفير الضمانات الضرورية لذلك.

سامي مباركي
البريد الإلكتروني
Mebarki-sami@maktoob.com